

T.C. Marmara Üniversitesi
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü
Bankacılık Doktora Programı

Küresel Kriz Sonrası Yeni Bankacılık Ürünleri:
Düzenleme, Risk ve Sektöre Katkıları

Hazırlayan: Fulya GÜRBÜZ KOCABALKAN

İSTANBUL, 2010

T.C. Marmara Üniversitesi
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü
Bankacılık Doktora Programı

Küresel Kriz Sonrası Yeni Bankacılık Ürünleri:
Düzenleme, Risk ve Sektöre Katkıları

Hazırlayan: Fulya GÜRBÜZ KOCABALKAN

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Burak SALTOĞLU

İSTANBUL, 2010



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Küresel Kriz Sonrası Yeni Bankacılık Ürünleri: Düzenleme Risk ve Sektöre Katkıları

TEZ TÜRÜ : Doktora

TEZİ HAZIRLAYAN : Fulya GÜRBÜZ KOCABALKAN

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ :09.07.2010

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Prof.Dr.Burak SALTOĞLU

Üye

Prof.Dr. Cemal İBİŞ

Üye

Prof.Dr.Mehmet Emin ARAT

Üye

Prof.Dr.Niyazi BERK

Üye

Doç.Dr.Erhan ASLANOĞLU

ÖZET

KÜRESEL KRİZ SONRASI YENİ BANKACILIK ÜRÜNLERİ: DÜZENLEME, RİSK ve SEKTÖRE KATKILARI

Küresel krizden çıkış sinyallerinin geldiği mevcut ortamda Türkiye’de bankacılık sektörünün ağırlığının hissedildiği finansal sistemde gelecek dönemde yatırım fonları lehine bir artış öngörüyoruz. Yurtdışına pazarlanabilen UCITS fonları benzerlerinin kurulması, artan risk iştahıyla birlikte aktif portföy yönetimi stratejisi uygulayan serbest fon piyasasının aktif bir pazar olması ve türev ürün pazarının gelişmesi bu süreçte önemli yapıtaşları olabilir. Çalışmamızda söz konusu üç ana başlıklarla ilgili uluslararası ve yurtiçi düzenlemeler incelendi, bu gelişmelerin bankacılık sektörüne nasıl etkileyeceği araştırıldı ve piyasa profesyonellerinin nasıl bir algılamaya sahip olduklarını anlayabilmek adına çalışmamız hem bankacılık sektörünü hem de portföy yönetim şirketlerini kapsayan iki ayrı anket çalışmasıyla pekiştirildi. Türk yatırımcısının geleneksel yatırım alışkanlıklarının hızlı bir değişime uğrayacağını düşünmesek de finansal sistemdeki olası değişimlerin sağlıklı düzenleme ve denetleme şemsiyesi altında sistemde sağlam adımlarla yerini alması beklenebilir.

Anahtar Kelimeler: UCITS Fonları, Serbest Fonlar, Türev Ürünler, Düzenleme, Benchmark VaR, Görece VaR

ABSTRACT

NEW BANKING INSTRUMENTS POST GLOBAL CRISIS: REGULATION, RISK AND THEIR CONTRIBUTIONS TO THE SECTOR

Amid signals of coming out of recession, in the financial system of Turkey where the weight of banking industry is felt, we foresee an improvement in favor of mutual funds. In this process; founding of UCITS funds which are marketable abroad, improving risk appetite, becoming of open fund market that is implementing active portfolio management into an active market will be significant building stones. For three main subjects of our study; international and domestic regulations and their implications for banking industry are examined and in order to get a better understanding of market professionals' perception, we reinforce our study with two surveys about both banking industry and portfolio management firms. Even though we do not think that the conventional investment practice of Turkish investors will change rapidly, we think that under the umbrella of healthy regulation and supervision, potential changes in the financial system may take their place with firm steps.

Keywords: UCITS Funds, Hedge Funds, Derivatives, Regulation; Benchmark VaR, Relative VaR

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii
KISALTMALAR	ix
GİRİŞ	1
1. YATIRIM FON PAZARI	4
1.1 Finansal Derinleşme ve Etkileri	5
1.1.1 Finansal Derişlemenin Etkilerine Yönelik Literatür Taraması	6
1.1.2 Literatür Taramasından Elde Edilen Sonuçlar	10
1.2 Küresel Yatırım Fon Pazarına İlişkin İstatistikler	12
1.3 Küresel Fon Pazarında Yapısal Olarak Farklı Bir Çerçeve Sergileyen Avrupa Yatırım Fon Pazarına Bakış	15
1.3.1 Avrupa Fon Pazarı İle İlgili İstatistikler, UCITS ve Fon Düzenlemeleri	16
1.3.2 UCITS Ve Fon Düzenlemeleri	19
1.3.2.1 Ürün Direktifi	24
1.3.2.2 Yönetim Direktifi	25
1.4 Türkiye Yatırım Fon Pazarı	26
1.4.1 Türkiye’de Tasarrufların Dağılımı	27
1.4.2 Türkiye’de Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları ve Portföy Yönetim Faaliyeti	30
1.4.2.1 Yatırım Fonları ve Düzenlemeleri	30
1.4.2.1.1 Türkiye’de Yatırım Fonu Türleri, Büyüklükleri ve Tarihsel Seyri	32
1.4.2.1.2 Koruma Amaçlı Fonlar	39
1.4.2.1.3 Serbest Yatırım Fonları	42
1.4.2.2 Yatırım Ortaklıkları ve Düzenlemeleri	52
1.4.2.3 Portföy Yönetim Faaliyeti Düzenlemeleri	54
1.5 UCITS III Direktifinin Türkiye’ye Uyarlanabilirliği ve Türk Mali Piyasasına Olası Etkileri	54
1.5.1 SPK Mevzuatı İle UCITS Direktifleri Arasındaki Farklılıklar	55
1.5.2 UCITS Direktiflerinin Türkiye’ye Uyarlanabilirliği, Bankacılık Sektörüne Olası Etkileri	57

2. YATIRIM FON STRATEJİLERİNDE TÜREV ÜRÜNLERİN YER ALMASI; TÜREV ÜRÜN DÜZENLEMELERİNE YÖNELİK DÜNYADAN ÖRNEKLER	63
2.1 Almanya Türev Ürün Düzenlemeleri (Derivateverordnung)	65
2.1.1 Risk Yönetimi İle İlgili Hükümler	67
2.1.1.1 Piyasa Riski İle İlgili Hükümler	67
2.1.1.2 Kredi Riski İle İlgili Hükümler	71
2.1.1.3 Karşı Taraf Riski İle İlgili Hükümler	72
2.1.2 Türev Ürün Unsurlarıyla Yapılandırılmış Ürünler İle İlgili Hükümler	74
2.2 ABD’de Türev Ürün Düzenlemeleri	74
2.3 Bankaların Türev Ürün Kullanımının Bankacılık Sektörüne Etkileri	79
2.4 Türkiye’de Gelişmiş Bir Türev Ürün Pazarının Bankacılık Sektörümüze Olası Etkileri	85
3. YATIRIM FONLARINDA RİSK ÖLÇÜMÜ VE DÜZENLEMESİ	88
3.1 Relative VaR (R-VaR)	89
3.2 Standart VaR (VaR) Hesaplama Örneği	93
3.3 Relative VaR Hesaplama Örneği	96
3.4 Backtesting Yöntemi	100
3.5 Standart VaR ve R-VaR Hesaplamalarının Uygulamadaki Yeri	100
4. FON YÖNETİMİ ÜRÜNLERİNİN BANKACILIK SEKTÖRÜNE ETKİLERİ HAKKINDA ANKET ÇALIŞMASI	103
4.1 Bankacılık Sektörü İçin Anket Çalışması	103
4.1.1 Anket Katılımcılarının Profili	104
4.1.2 Türkiye’de Finansal Sistemin Kısaca Dünü ve Bugünü	104
4.1.3 Türk Bankacılık Sistemine Yöneltilen Anket ve Sonuçların Genel Bir Değerlendirmesi	106
4.1.4 Bankacılık Anket Sonuçlarının Detaylı Değerlendirmesi	111
4.2 Türkiye’de Faaliyet Gösteren Portföy Yönetim Şirketlerine Yöneltilen Anket Çalışması	131
4.2.1 Anket Katılımcılarının Profili	132
4.2.2 Portföy Yönetim Şirketlerine Yöneltilen Anket Çalışması	132
4.2.3 Portföy Yönetim Şirketleri Anket Sonuçlarının Detaylı Değerlendirmesi	136
4.3 Anket Sonuçlarının Yorumlanması ve Sonuçların Ortak Paydada Birleştirilmesi	150
4.4 Yeni Ürünler; Faydaları, Sektöre Etkileri ve Önergeler	156
4.4.1 Katılımcılar	156
4.4.2 Türev Ürün Piyasasının Türkiye Finansal Sistemine Etkileri	157
4.4.3 Türkiye Fon Pazarının Mevcut Durumu ve Gelişmesinde Katkıda Bulunabilecek Yeni Açılımlar	158

4.4.4 Türkiye’de Serbest Fon Pazarının Etkileri ve Etkin Bir Pazarın Gelişimine Yönelik Alınabilecek Önlemler	159
4.4.5 Türkiye’de Portföy Yönetim Şirketleri İle İlgili Beklentiler	161
SONUÇ	162
EKLER	169
EK 1: UCITS III YÖNETİM DİREKTİFİ HÜKÜMLERİ	169
EK 2: UCITS III ÜRÜN DİREKTİFİ VE FON DÜZENLEMELERİ	175
EK 3: UCITS DİREKTİF HÜKÜMLERİNİN BASEL STANDARTLARIYLA BENZERLİĞİ	180
EK 4: SERBEST YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ ULUSLARARASI DÜZENLEMELER	182
EK 5: TÜRKİYE VE AB’DE SERBEST YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELERİN KARŞILAŞTIRILMASI	187
EK 6: SERBEST YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNİN SINIRINA YÖNELİK TARTIŞMALAR	190
KAYNAKÇA	195

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Dünyada Bölgeler Bazında Yatırım Fon Büyüklükleri – 31 Aralık 2009	12
Tablo 2. Dünyada Yüzdesel Olarak Yatırım Fon Büyüklüklerinin Bölgeler Bazında Gösterimi	13
Tablo 3. Avrupa Yatırım Fon Endüstrisi Net Aktif Büyüklüğü	18
Tablo 4. Türkiye’de Yurtdışı ve Yurtiçi Yerleşiklerin Portföy Tercihlerinin Detaylı Dağılımı	29
Tablo 5. ABD, Avrupa Bölgesi ve Türkiye’de Yatırım Fon Pazarı Büyüklüklerinin GSYİH Değerlerine Oranları (2009)	36
Tablo 6. Türkiye’de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Yıl Sonu İtibariyle Net Varlık Değerleri	37
Tablo 7. “Örnek Portföy - İMKB30” Portföyünün İstatistiksel Verileri	98
Tablo 8. Standart VaR ve R-VaR Değerleri	99
Tablo 9. Örnek Portföy ve “Portföy - İMKB30” Portföyünün Getiri/VaR Değerleri	99

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Küresel Yatırım Fon Pazarında Hisse, Tahvil, Para Piyasası ve Değişken/Karma Fonların Payları (4Ç 2009)	13
Şekil 2. Dünya Geneline Yatırım Fon Aktif Büyüklüğünün Ülkelere Göre Dağılımı	14
Şekil 3. Kredi Krizinin Küresel Yatırım Fon Aktif Büyüklüğüne Etkisi	15
Şekil 4. Avrupa Yatırım Fonları Net Varlıklarının Seyri	17
Şekil 5. Yatırım Tipine Göre UCITS Varlıklarının Seyri	19
Şekil 6. Türkiye'de Yurtdışı ve Yurtiçi Yerleşiklerin Portföy Tercihlerinin Dağılımı	28
Şekil 7. ABD, Avrupa, Latin Amerika ve Türkiye Fon Pazarları Net Aktif Büyüklüğü	35
Şekil 8. Küresel Bazda Fon Türlerine Göre Dağılım	37
Şekil 9. Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fon Büyüklüğü ve Yatırımcı Sayısı	38
Şekil 10. Örnek Portföy ve İMKB-30'un Tarihsel Değerleri	97
Şekil 11. Türkiye'de Yatırım Fonları ve Mevduat Büyüklüğü	112
Şekil 12. Bankacılık Anketi 1.Soru İçin Cevaplar	113
Şekil 13. Bankacılık Anketi 2.Soru İçin Cevaplar	114
Şekil 14. Bankacılık Anketi 3.Soru İçin Cevaplar	116
Şekil 15. Bankacılık Anketi 4.Soru İçin Cevaplar	118
Şekil 16. Bankacılık Anketi 5.Soru İçin Cevaplar	119
Şekil 17. Bankacılık Anketi 6.Soru İçin Cevaplar	121
Şekil 18. Bankacılık Anketi 7.Soru İçin Cevaplar	122
Şekil 19. Bankacılık Anketi 8.Soru İçin Cevaplar	123
Şekil 20. Bankacılık Anketi 9.Soru İçin Cevaplar	124
Şekil 21. Bankacılık Anketi 10.Soru İçin Cevaplar	126
Şekil 22. Bankacılık Anketi 11.Soru İçin Cevaplar	128
Şekil 23. Bankacılık Anketi 12.Soru İçin Cevaplar	129
Şekil 24. Bankacılık Anketi 13.Soru İçin Cevaplar	130
Şekil 25. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 1.Soru İçin Cevaplar	136
Şekil 26. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 2.Soru İçin Cevaplar	137
Şekil 27. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 3.Soru İçin Cevaplar	138
Şekil 28. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 4.Soru İçin Cevaplar	139
Şekil 29. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 5.Soru İçin Cevaplar	140
Şekil 30. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 6.Soru İçin Cevaplar	141
Şekil 31. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 7.Soru İçin Cevaplar	142
Şekil 32. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 8.Soru İçin Cevaplar	143
Şekil 33. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 9.Soru İçin Cevaplar	144
Şekil 34. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 10.Soru İçin Cevaplar	145

Şekil 35. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 11.Soru İçin Cevaplar	146
Şekil 36. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 12.Soru İçin Cevaplar	147
Şekil 37. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 13.Soru İçin Cevaplar	148

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMB	Avrupa Merkez Bankası
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFC	Controlled Foreign Company
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CSSF	Commission of the Supervision of the Financial Sector
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DTH	Döviz Tevdiat Hesabı
ECB	European Central Bank
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
Fed	Federal Reserve Bank
FFSRA	Federal Financial Services Regulatory Authority
FOA	Futures and Options Association
FSAP	Financial Services Action Plan
IAS	International Accounting Standarts
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
LBO	Leveraged Buyout
RMD	Riske Maruz Değer
SEC	Securities and Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasaları Kurulu
TAKASBANK	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi
TKYD	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

<i>TTSG</i>	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
<i>UCITS</i>	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
<i>VOB</i>	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
<i>YP</i>	Yabancı para

GİRİŞ

2007 son çeyreğinde Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) sub-prime krizi ile başlayan ve 2008 yazında tüm dünyayı etkisi altına alan Kredi Krizi'nin olumsuz etkilerinin azalmaya başladığı bir evreden geçiyoruz. Sahip olduğu sağlam bankacılık sektörü ile krizi daha yumuşak bir şekilde yaşayan Türkiye ekonomisi yeni bir döneme girmiştir: ekonomik faaliyetlere momentum kazandırmak için uzun süre düşük kalması beklenen faiz, zayıf iç talebin neden olduğu düşük enflasyon ve sonrasında enflasyonun yükselmesiyle ortaya çıkması beklenen düşük reel getiri ortamı.

Yeni ekonomik ortamın, Türkiye finansal sisteminde yapısal değişimlere açık kapı bırakabileceği söylenebilir. Tasarruf sahiplerinin düşük risk algılaması ve yüksek reel getiri arayışının bir sonucu olarak Türkiye'de 2009 Eylül sonu itibariyle bankacılık sektörünün finansal sistemdeki ağırlığı %60; hisse senetlerinin %16; hazine bonosu, devlet tahvili ve eurobondların ağırlığı %15; yatırım fonlarının %4 ve emeklilik yatırım fonlarının %1'dir. Düşük reel getirinin ağırlığını hissettirmesi beklenen yeni ekonomik ortamda tasarruf sahiplerinin risk iştahında artışla birlikte tasarrufların mevduat ve sabit getirili enstrümanlardan çıkıp yatırım fonları ve hisse senetleri gibi daha riskli yatırım araçlarına kayma ve finansal sistemde bankacılık sektörünün ağırlığında azalma görme ihtimalinin olduğu söylenebilir. Yurtdışı yerleşiklere göre daha muhafazakar bir karakter sergileyen yurtiçi yerleşiklerin yeni ekonomik ortama ayak uydurmakta daha yavaş hareket etmesi ve yatırım fonları pazarında göreceli olarak daha hızlı gelişme ve büyüme beklenebilir.

Yatırım fonları halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına bağlı kalmak kaydıyla belge sahiplerinin haklarını koruyacak belirli varlıklardan oluşan portföyü yönetmek amacıyla kurulan mal varlıklarıdır. 2009 sonu verilerine göre Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) %4 seviyesinde olan Türkiye yatırım fon pazarı gelişmiş ülkelerin fon pazar büyüklüklerinin oldukça gerisindedir. Söz konusu oran dünya yatırım fon pazarının %55'ini oluşturan ABD için %78 ve %33'ünü oluşturan Avrupa Bölgesi için %46 seviyesindedir. Düşük risk algılaması Türkiye fon pazarının

gelişmesinin önündeki engellerin başında yer alırken fon katılım paylarının sınır ötesine pazarlanamaması da diğer bir engel olarak ifade edilebilir.

Avrupa Birliği'ne uyum çerçevesinde çalışmalarını yürüten Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) yatırım fonlarının yurtdışına pazarlanmasına imkan veren UCITS fonların (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - Transfer Edilebilir Menkul Kıymetlere Kolektif Yatırım Yapan Kuruluşlar) kurulabilmesine yönelik çalışmalarını sürdürmektedir. UCITS fonları, Tek Pazar hedefi doğrultusunda 1985 yılında AB Komisyonu tarafından finansal piyasalara kazandırılan ve kolektif yatırım yapan kuruluşların pay birimlerinin sınır ötesine pazarlanmasına imkan tanıyan fonlardır.

Türkiye'de yeni ekonomik ortam tasarruf sahiplerinin risk algılamasında çok hızlı bir değişim yaratmayabilir. Ağırlıklı olarak mevduat, repo ve devlet tahvili gibi sabit getirili yatırım araçlarını tercih eden yatırımcılar, faizlerin kalıcı olarak düşük seviyelerini korumasıyla birlikte, öncelikli olarak anaparayı koruma garantisi veren ve içeriğinde opsiyon sözleşmeleri gibi türev ürünlere yatırım yapan koruma amaçlı fonlara yönelebirlirler. Artan risk iştahı ve nitelikli yatırımcı potansiyeli ile birlikte serbest fonlarda büyüme görülebilir. SPK, serbest fonların daha aktif bir pazar olması konusunda hazırlıklarını sürdürmektedir. Hisse senetlerine dayalı opsiyon sözleşmelerinin Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda (VOB) işlem görmesi bu yolda önemli bir gelişme olduğu söylenebilir.

Yeni ekonomik ortamda bankacılık sektörünün, büyümesi beklenen kredi portföylerini iyi ve etkin şekilde yönetebilmek için yeni ürünler geliştirmeleri olası görülmektedir. Yapılandırılmış özel ürünlerin likit bir piyasa oluşturmaları halinde serbest fonlar için de potansiyel yatırım araçları olma özelliği elde edebilirler. Tüm bu süreçte UCITS fonları, türev ürünler ve serbest fonlar ile ilgili kapsamlı düzenlemelerin işlevselliğinin sağlanması sağlıklı bir altyapının oluşturulmasında katkı sağlayabilir.

AB'ye üyelik çerçevesinde finansal sistemimizin AB'ye uyum çalışmaları sürmektedir. Üyelik süreci uzun olsa da Türkiye'de finansal sistemin altyapısının gelişmiş ülke ekonomileri ile paralellik göstermesi yeni tasarrufların kazandırılmasında

önemli rol oynayabilir. Çalışmamızın devamında yurtdışına pazarlanabilen yatırım fonlarının, gelişmiş türev ürün piyasasının ve çok daha aktif serbest fon pazarının Türkiye bankacılık sektörüne olası etkileri araştırılacaktır. Uluslararası bazda UCITS fonları, serbest fonlar ve türev ürünlerle ilgili düzenleme esasları ve SPK düzenlemeleri ile nasıl bir paralellik sergiledikleri incelenecektir. Çalışma, bankacılık sektörü ve portföy yönetim şirketlerini kapsayan iki anket çalışması ile pekiştirilmeye çalışılacaktır.

Çalışmamızın birinci bölümünde finansal derinleşme ve etkilerini kapsayan literatür taraması yapılacak ve yatırım fon pazarı ile ilişkisi araştırılacaktır. Ardından Küresel yatırım fon pazarına ilişkin genel bir bilgi verdikten sonra AB fon pazarı incelenecektir. Türkiye yatırım fon pazarı özelinde fon türleri tanıtılacak ve istatistiksel bilgiler verilecektir.

İkinci bölümde türev ürünlerle ilgili uluslararası düzenlemeler incelenecek ve Türkiye’de gelişmiş bir türev ürün pazarının bankacılık sektörüne olası etkileri analiz edilecektir.

Üçüncü bölümde yatırım fonlarında risk ölçümü ve düzenlemesine yönelik Görece VaR kavramı okuyucuya tanıtılacak ve bu tekniği baz alan bir örnek çalışma yapılacaktır.

Dördüncü bölümde bankacılık sektörü ve portföy yönetim şirketlerini kapsayan iki anket çalışması yapılacak ve elde edilen ölçüm sonuçları yorumlanacaktır.

Beşinci bölümde tüm çalışmalar sonrasında elde ettiğimiz sonuçları ve konuyla ilgili önermelerimiz sıralanacaktır.

1. BÖLÜM

YATIRIM FON PAZARI

Ekonomik büyüme ile birlikte finansal piyasaların derinleşmesi, finansal ürünlerin çeşitliliğinde artışı getirirken daha fazla tasarrufun sermaye piyasalarında birikmesine yardımcı olmaktadır. Farklı risk-getiri bileşinlerini dikkate alan portföy yönetim stratejileri uygulayan ve her türlü yatırımcı ihtiyacına cevap verebilme karakterine sahip olan yatırım fon pazarına yönelik ilginin giderek artmasının dikkatlerin bu sektörde toplanmasında etkili olduğu söylenebilir. Finansal piyasalarda ürün çeşitliliği arttıkça yatırımcılara birçok çeşitlilikte ve değişik risk-getiri alternatifleri sunan yatırım fon pazarı da gelişme göstermektedir.

Dünya yatırım fon pazarının yarısını oluşturan ABD yatırım fon pazarını Avrupa fon pazarı izlemektedir. Özellikle sınır ötesine pazarlanabilme imkanına sahip benzersiz yapısıyla Avrupa fon pazarının ağırlıklı bölümünü oluşturan UCITS fonları AB Komisyonu tarafından Tek Pazar hedefi doğrultusunda yatırım fon pazarında standardizasyon sağlamak amacıyla ilk kez 1985 yılında UCITS Direktifleri (85/611/EEC)¹ ile geliştirilmiş ve 2000 yıllarının başlarından itibaren Avrupa fon pazarının en büyük payına sahip olmuştur.

UCITS fonları, UCITS Direktifleri gereğince payları AB Üye Ülkeleri arasında alınıp satılabilen; sadece UCITS Direktiflerinde öngörülen niteliklere sahip yatırım araçlarına yatırım yapabilen; paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak bu kuruluşların aktiflerinden geri alınabilen ve/veya ödenebilen açık uçlu yapılar olan; yönetici şirketleri gelişmiş risk yönetimi teknikleri kullanarak UCITS Direktiflerince öngörülmüş gerekli sermaye yeterliliğine sahip olan ve yatırımcı korumasına azami önem veren yatırım fon çeşididir.

Türkiye’de düşük faiz ve reel getiri ortamı ile birlikte istikrarlı büyüme ortamının sağlanması Türkiye finansal piyasalarının derinleşmesinde etkili olabilir.

¹ EC, “Council Directive of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities”, 20 Aralık 1985, http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=Directive&an_doc=1985&nu_doc=611.

Türkiye ekonomisinde kalıcı istikrarın sağlanması ve risk algılamasındaki artışla birlikte yatırım fon pazarının büyümesi beklenebilir. Bu beklentinin yanında AB'ye uyum çerçevesinde SPK'nın yatırım fonlarının sınır ötesine pazarlanabilmesine imkan veren UCITS fonlarına benzer yatırım fonlarının kurulmasına yönelik sürdürdüğü çalışmaların yatırım fon pazarının büyümesine katkı sağlayacağı söylenebilir.

Çalışmamızın bu bölümünde finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ortaya koyan ve etkilerini araştıran literatür taraması yapılacak ve yatırım fon pazarına ilişkin nasıl bir bağlantı olduğu araştırılacaktır. Ardından dünyada yatırım fon pazarı büyüklüğü hakkında bilgi verilecektir. Yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler kapsamında AB'de UCITS Direktifleri ve Türkiye'de SPK düzenlemeleri incelenecektir. UCITS III Direktiflerinin Türkiye'ye uyarlanabilirliği konusu tartışılacak ve finansal derinleşme ile birlikte olası bir gelişmenin Türkiye'de tasarrufların dağılımı da dikkate alınarak Türkiye bankacılık sektörüne etkileri analiz edilmeye çalışılacaktır.

1.1 Finansal Derinleşme Ve Etkileri

Açık ekonomi politikalarının uygulamaya başlanması ve sermayenin serbest dolaşımı otoriteleri finansal sektörlerin derinleşmesine yönelik politikalar üretmeye yöneltmiştir. Akademisyenler finansal derinleşmenin ekonomiye etkilerini inceleyen çok sayıda makaleler üretmişlerdir. Başta gelişmekte olan ekonomilerde olmak üzere küresel toparlanma işaretleri alınmaya başlanmıştır.² Türkiye, sağlam yapıdaki bankacılık sektörü ve düzenleyici otoritelerin finans sektörünü geliştirmeye ve derinleştirmeye yönelik çalışmaları düşük faiz ortamı ve ekonomik istikrarın korunmasıyla birlikte olumlu sonuç alabilir. Yatırımcıların portföy tercihlerinin mevduat ve sabit getirili enstrümanlardan daha riskli yatırım araçlarına kayması ve yeni tasarrufların kazanılmasının finansal derinliğin artmasında yapı taşı olabileceği söylenebilir.

Finansal derinleşme-ekonomik büyüme ilişkisine yönelik çok sayıda akademik çalışma Türkiye'nin önümüzdeki süreçte nasıl bir gelişim süreci geçirebileceğine

² IMF, Twenty-First Meeting, 24 Nisan 2010, <http://www.imf.org/External/spring/2010/imfc/statement/eng/bel.pdf>.

yönelik ipuçları vermektedir. Akademik gelişimin hızlı olması ve daha uzun dönemleri kapsayan veri setlerini kullanabilen çalışmaların yer alması sebebiyle literatür taraması yapılmıştır. Dünya örnekleri yanında özellikle Latin Amerika ülkeleri ve AB'ye yeni üye olmuş veya üyelik kapsamına alınmış ülkelerin de analizlerinin yer aldığı çalışmalar incelenmiştir. Genel itibariyle finansal derinliğin sağlanmasının ekonomik büyümeye katkı sağlayabileceği sonucuna ulaşılmaktadır. Bir sonraki bölümde son yıllarda finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışan çalışmaların bir özeti sunulmakta ve ardından elde edilen sonuçların genel bir değerlendirilmesi yapılmaktadır.

1.1.1 Finansal Derinleşmenin Etkilerine Yönelik Literatür Taraması

Galindo ve diğerleri 2007 yılında yayınlanan makalelerinde finansal serbestleşmenin yatırım tercihlerinde nasıl bir etkiye sahip olduğuna yönelik çalışma yapmışlardır.³ Çalışmada finansal serbestliğin yatırımların dağılımında bir değişikliğe (“etkinlik” olarak adlandırılmıştır) neden olup olmadığı araştırılmıştır. Yazarlara göre finansal serbestleşme farklı derecelerde finansal derinliği artırabilmekte fakat finansal reformların bireysel tasarrufları artırdığına yönelik bir kanıt bulunmamaktadır. Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'nın da dahil olduğu 12 gelişmekte olan ülkenin 1990'lara ait veri setinin incelendiği çalışmada finansal serbestleşmenin yüksek marjinal getiri sağlayan kaynaklara yöneltme etkisini sorgulamışlardır. Ampirik çalışmada elde ettikleri sonuçlar finansal serbestleşmenin yatırım fonlarının yer aldığı finansal sistemde etkinliği artırdığı görüşünü desteklemektedir.

Nazmi (2005) 1960-1995 döneminde Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Şili'yi kapsayan ampirik bir çalışma yapmıştır.⁴ İlgili dönemde hükümet otoriteleri finansal serbestliğe yönelik hamleler sarf ederken bankacılık sektörü ve finansal sistemi güçlendirmeye yönelik yapısal reformlar gerçekleştirmişlerdir. Finansal gelişimin de hız kazanması aynı dönemde yatırımları tetiklemiştir. Çalışmada tüm bu etkenlerin uzun

³ Galindo, Arturo ve Fabio Schiantarelli ve Andrew Weiss, “Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment?: Micro-Evidence from Developing Countries”, *Journal of Development Economics*, Temmuz 2007, Vol. 83, No. 2, ss. 562-587, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

⁴ Nazmi, Nader, “Deregulation, Financial Deepening and Economic Growth: The Case of Latin America”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Mayıs 2005, Vol. 45, No. 2-3, ss. 447-459, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

dönemde ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Eller ve diğerleri 2006 yılında yayınladıkları bir makalede finansal sektöre yatırım yapan doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi araştırılmıştır.⁵ Çalışmada AB üyeliğine yeni kabul edilmiş veya edilecek 11 Orta ve Doğu Avrupa ülkesinin 1996-2003 yılları arasındaki muhasebesel veriler kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar bu ilişkinin doğrusal olmadığını, tepeli-görünümlü bir şekle sahip olduğunu ortaya çıkarmıştır. Orta büyüklükte satın alma ve/veya birleşmeler 2-yıl sonrasında yüksek ekonomik büyüme rakamları getirmekte ve buna ek olarak yüksek miktarda sermaye girişi ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Belli bir eşik üzerinde ise yabancı bankaların sisteme dahil olması ise ekonomik büyümeye yavaşlatıcı etki yaratmaktadır. Öte yandan yazarlar tepeli-görünümlü bir ilişkinin ülkeler ekonomik büyüme gerçekleştirdiklerinde ülkelerindeki yabancı banka payını azaltmaları gerekir gibi çıkarımda bulunulmaması yönünde de bir uyarı getirmektedirler. Yazarlar belli bir ölçüye kadar basiretli yapıda yabancı bankaların finansal sisteme dahil olması finansal sektörün etkinliğini artırarak ekonomik büyümeyi hızlandırıdığını öte yandan yerel bankaların rekabete katılması ile birlikte o ülkenin finansal sektörünün daha etkin olduğunu savunmaktadırlar. Çalışmada yabancı yatırımların miktarı ve kalitesinin gelişmekte olan piyasalarda finansal sektörün büyümeye katkısı olduğu sonucuna varılmıştır.

Masten ve diğerlerinin (2008) 27'si AB üyesi olan toplam Avrupa ülkesinin 1996-2004 dönemine ait verilerini kapsayan çalışmada euro para biriminin kabulünün finansal gelişim ve büyüme üzerindeki olası etkileri analiz edilmiştir.⁶ Finansal gelişim ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi baz alan çalışmaları inceleyen yazarlar artan finansal enstrümanların ve kurumların ekonomide işlem ve bilgi maliyetlerini azalttığı çıkarımına varmışlardır. Hayli gelişmiş finansal piyasaların finansal aracılardan alım-satım yapmasına ve risklerini hedge etmeye yardımcı olduğunu, öte yandan artan

⁵ Eller, Markus ve Peter Haiss ve Katharina ve Steiner, "Foreign Direct Investment in the Financial Sector and Economic Growth in Central and Eastern Europe: The Crucial Role of the Efficiency Channel", *Emerging Markets Review*, Aralık 2006, Vol. 7, No. 4, ss. 300-319, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

⁶ Masten, Arjana Brezigar ve Fabrizio Coricelli ve Igor Masten, "Non-Linear Growth Effects of Financial Development: Does Financial Integration Matter?", *Journal of International Money and Finance*, Mart 2008, Vol. 27, No. 2, ss. 295-313, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

yatırımların da ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini ifade etmektedirler. Yazarlar kendi analizlerinden elde ettikleri sonuçların ulusal finansal piyasaların ve finansal entegrasyonun büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu görüşünü doğruladığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca daha az gelişmiş seviyedeki Avrupa ülkelerinin finansal gelişimden çok daha fazla fayda sağladığı ifade edilmektedir.

Gamra, 2008 tarihli makalesinde finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi baz alan önceki yapılan ampirik çalışmaların zayıf bir ilişkinin varlığını ortaya koyduğunu belirtmiştir.⁷ Finansal serbestleşme ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilese de kuvvetli değildir. Gamra çalışmasında finansal serbestleşmenin uzun vadede ekonomik büyüme üzerindeki etkisini sorgulamayı amaçlamıştır. Çalışmada şu sorulara da cevaplar aranmaktadır: 1) “Doğu Asya ekonomilerindeki gerileme artan finansal serbestleşmenin bir sonucu mudur?”, 2) “Finansal sektörlerin serbestleşmesindeki farklı şekil ve yoğunluk büyümeye yönelik farklı sonuçlar mı ortaya koymaktadır?”. Yazar çalışmasında Endonezya, Filipinler, Kore, Malezya, Singapur ve Tayland’ı kapsayan 1980-2002 dönemine ait verileri incelemiştir. Sonuç olarak finansal sektörün serbestleşmesinin derecesi kadar yapısının da büyümeye etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Finansal sektörün tam anlamıyla serbestleşmesinin yavaş büyüme verileri ortaya koyarken kısmi yapıdaki serbestleşmenin büyümeye çok daha katkı sağladığı ortaya konmuştur.

Rousseau ve Yılmazkuday 2009’da yayınlanan çalışmalarında finansal gelişim-ekonomik büyüme ilişkisine enflasyonun nasıl bir etkide bulunduğu incelenmiştir.⁸ Çalışmada Dünya Bankası’nın 2007 tarihli 84 ülkeyi kapsayan Dünya Gelişim Endikatörü veri tabanı kullanılarak ekonometrik ve grafiksel metod izlenmiştir. Çalışmadan elde ettikleri sonuçlar şu şekilde özetlenmektedir: “yıllık enflasyon oranı %4 ve %19 arasında iken fiyat seviyelerindeki küçük artışlar finansal derinleşme ile sağlanan görece yüksek büyüme etkilerini yok edebilmektedir; söz konusu enflasyon aralığının dışında ise finansal gelişim-ekonomik büyüme arasındaki ilişki daha az

⁷ Gamra, Saoussen Ben, “Does financial liberalization matter for emerging East Asian economies growth? Some new evidence”, *International Review of Economics & Finance*, Haziran 2009, Vol. 18, No. 3, ss. 392-403, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

⁸ Rousseau, Peter L. ve Hakan Yılmazkuday, “Inflation, Financial Development, and Growth: A Trilateral Analysis”, *Economic Systems*, Aralık 2009, Vol. 33, No. 4, December 2009, ss. 310-324, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

etkilenmektedir”. Çalışmada özellikle düşük gelir yapısına sahip ülkelerde düşük enflasyon ortamında güçlü finansal gelişimin yüksek oranlı ekonomik büyüme doğurduğu ifade edilmektedir. Bunlara ek olarak enflasyonun olumsuz etkilerinin düşük-gelirli ülkeler için çok daha ciddi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlar ciddi boyutta bir ekonomik büyüme için enflasyonu kontrol altında tutmayı amaçlayan para politikalarının azami öneme sahip olduğuna dikkat çekmekte, yüksek enflasyonun ekonomide kırılmalara meydana getirerek ve finansal riskleri artırarak sermayenin ülkeden çıkışına sebep olabileceğine inanmaktadırlar.

Meon (2010) finansal derinleşme yerine finansal aracılıktaki gelişme ile toplam üretkenlik arasındaki ilişkiyi sorgulamıştır.⁹ Latin Amerika ülkelerini de kapsayan 47 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1980-1995 verilerini baz aldığı çalışmada finansal aracılıktaki gelişimin ortalamada etkinliği artırdığını ortaya koymuştur. Yazar bulduğu bu ilişkinin büyük oranda ekonomik gelişim seviyesi ve finansal gelişimi ölçmekte yarayan orana bağlı olduğuna işaret etmektedir. Yazara göre gelişmekte olan finansal aracılık toplam üretkenliği artıracağına yönelik bir garanti sunmamaktadır.

Wu ve diğerleri 2010 yılında yaptıkları bir çalışmada şu sorulara cevap aramaktadırlar: 1) “Kredi piyasaları, hisse senedi piyasaları ve ekonomik gelişim arasında uzun-vadeli bir ilişki var mıdır?”, 2) “Hisse senetleri piyasalarının ve/veya kredi piyasalarının kısa-vadede ekonomik büyüme üzerinde bir etkisi var mıdır?” ve 3) “Finansal kurumların ekonomi üzerinde uzun ve kısa vadeli etkileri farklı şekilde mi davranmaktadır?”.¹⁰ Önceki çalışmaları dikkate alan yazarlar hisse senedi piyasalarının ekonomik büyümeyi artıran en az iki önemli rolü bulunmaktadır: işlem maliyetlerini azaltmak ve finansal varlıkları daha az riskli yapmak; yatırımcı ve girişimciler için çıkış mekanizması sunarken finansal aracılığın etkinliğini artırmak. 2007 ortalarında başlayan mevcut küresel kriz banka ve hisse piyasalarının yakın ilişkisine işaret etmektedir. Krize sebep olan aşırı gevşek para politikası faiz oranlarını tarihsel düşük seviyelere indirmiş, bu da yatırımcıları konut piyasasına yatırım yapmaya yöneltmiş özellikle de eşik altı

⁹ Méon, Pierre-Guillaume ve Laurent Weill, “Does Financial Intermediation Matter for Macroeconomic Performance?”, *Economic Modelling*, Ocak 2010, Vol. 27, No. 1, ss. 296-303, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

¹⁰ Wu, Jyh-Lin ve Han Hou ve Su-Yin Cheng, “The Dynamic Impacts of Financial Institutions on Economic Growth: Evidence from the European Union”, *Journal of Macroeconomics*, Basım Aşamasında, Düzeltilmiş, 20 Eylül 2010 itibarıyla mevcut, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

(sub-prime) mortgage piyasasına kanalize etmiştir. Menkul kıymetleştirilmenin kredi piyasasının etkinliği ve likiditesini artırdığına inanılsa da bankalar temerrüt risklerini bu menkul kıymetler aracılığıyla alıcılara aktarmakta ve bankacılık sektörü ile sermaye piyasa arasındaki bağlantıyı kuvvetlendirmektedir. Yazarlara göre mevcut finansal kriz ekonomik aktiviteler üzerindeki kredi piyasası ve sermaye piyasası arasındaki ilişkinin önemine işaret etmektedir. Yazarlar önceki akademik çalışmaların ekonomik büyüme üzerinde kredi veya hisse piyasalarının rolüne dair genel bir fikir birliği ortaya koymadıklarını belirtmektedirler. Yazarlar kendi çalışmalarında 1976-2005 yıllarını kapsayan dönemde 13 AB üye ülkesinin verilerini incelemek suretiyle finansal kurumların ekonomik büyüme üzerindeki dinamik etkisini araştırmaktadırlar. Elde edilen sonuçlar şu şekilde sıralanmaktadır: bankacılık sektöründe gelişme, hisse senetleri piyasasında gelişme ve ekonomik gelişme arasında uzun-dönemli bir ilişki vardır; hisse senetleri piyasasındaki gelişme reel çıktı üzerinde uzun-vadede pozitif etkiye sahiptir, bu da hisse senetleri piyasasının ekonomik büyümenin gelişiminin öneminin altını çizmektedir; finansal derinlik uzun-vadede reel çıktı üzerinde negatif bir etki yaratabilse de ticari bankaların riskin dağılımında ve bilgi hizmetlerinde iyileşme ve ekonomik gelişimin istikrarlı bir konuma gelmesine yardımcı olmaktadır; hisse senedi piyasasında likiditenin artışı kısa-vadede ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sebep olmaktadır.

1.1.2 Literatür Taramasından Elde Edilen Sonuçlar

Latin Amerika ülkeleri ve Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin verilerinin analiz edildiği finansal derinleşme ile ilgili akademik çalışmaların bir kısmı yukarıdaki bölümde özetlenmiştir. Çalışmalardan elde edilen sonuçlar şu şekilde sıralanabilir:

- Finansal serbestleşme, yatırım fonlarının yer aldığı finansal sistemde etkinliği artırmaktadır.
- Finansal serbestleşme, güçlü bankacılık sektörü, sağlıklı finansal sistem ve artan yatırımlar uzun dönemde ekonomik büyümeyi getirmektedir.
- Finansal sektöre yönelik doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan tepeli-görünümlü bir ilişki vardır.

- Finansal derinleşme ile birlikte artan finansal enstrümanlar ve kurumlar ekonomide işlem ve bilgi maliyetlerini azaltmaktadır.
- Ulusal finansal piyasaların ve finansal entegrasyonun büyüme üzerindeki etkisi pozitiftir.
- Az gelişmiş ülkeler finansal gelişimden çok daha fazla fayda sağlayabilmektedir.
- Finansal sektörün tam serbestleşmesi yavaş büyüme verileri ortaya koyarken kısmi yapıdaki serbestleşme büyümeye çok daha katkı sağlayabilmektedir.
- Yıllık enflasyon oranı %4 ve %19 arasında iken fiyat seviyelerindeki küçük artışlar finansal derinleşme ile sağlanan görece yüksek büyüme etkilerini yok edebilmektedir. Söz konusu aralığın dışında finansal gelişim-ekonomik büyüme arasındaki ilişki daha az etkilenebilmektedir.
- Düşük gelir yapısına sahip ülkelerde düşük enflasyon ortamında güçlü finansal gelişim yüksek oranlı ekonomik büyüme doğurabilmektedir.
- Finansal aracılıktaki gelişim etkinliği artırabilmektedir. Bu ilişki büyük oranda ekonomik gelişim seviyesi ve finansal gelişime bağlı olmaktadır.
- Hisse senedi piyasalarının derinleşmesi işlem maliyetlerini azaltırken finansal varlıkları daha az riskli yapmakta ve finansal aracılığın etkinliğini artırmaktadır.
- Bankacılık sektörü gelişimi-hisse senetleri piyasasında gelişim-ekonomik gelişme arasında uzun-dönemli bir ilişki vardır. Hisse senetleri piyasasındaki gelişme reel çıktı üzerinde uzun-vadede pozitif etkiye sahiptir. Finansal derinlik uzun-vadede reel çıktı üzerinde negatif bir etki yaratabilse de ticari bankaların riskin dağılımında ve bilgi hizmetlerinde iyileşme ve ekonomik gelişimin istikrarlı bir konuma gelmesine yardımcı olmaktadır.
- Hisse senedi piyasasında likiditenin artışı kısa-vadede ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sebep olabilmektedir.

Finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte yatırım fon pazarının büyümesi finansal piyasalarda etkinliği artırmaktadır. Yatırım fonlarının gelişmesinde ülke otoritelerince yapılan sağlıklı düzenlemelerin varlığı önemlidir. AB Komisyonu UCITS Direktifleri ile AB Üye Ülkeleri'nde yatırım fonlarının standardizasyonunda önemli bir

yol almıştır. 2008 küresel krizinin sonucu olarak dünya genelindeki mevcut ekonomik konjonktürün istikrara kavuşması beklentisi dünya yatırım fon pazarının mevcut durumunun resmedilmesi ihtiyacını doğurmaktadır. Bir sonraki bölümde dünyada yatırım fon pazarının gelişimi ve mevcut yapısına dair resim ortaya konulmaya çalışılacaktır.

1.2 Küresel Yatırım Fon Pazarına İlişkin İstatistikler

2009 dördüncü çeyrek itibariyle dünyada yatırım fonlarının toplam net aktif büyüklüğü 22,9 trilyon ABD doları seviyesindedir¹¹. Amerika, toplam yatırım fon pazarının %55'ini oluştururken Avrupa bölgesi %33, geriye kalan %12'lik büyüklüğü ise Afrika, Asya ve Pasifik Bölgesi oluşturmaktadır.

Aşağıdaki Tablo 1 küresel bazda yatırım fon büyüklüklerini bölgelere göre son beş yıl için göstermektedir:

Toplam Net Aktif Değeri (milyar dolar, 31 Aralık 2009)					
	2005	2006	2007	2008	2009
Amerika	9.737	11.485	13.443	10.579	12.516
Avrupa	6.002	7.804	8.935	6.231	7.546
Asya ve Pasifik	1.939	2.457	3.678	2.038	2.821
Dünya	17.771	21.823	26.151	18.917	22.883

Tablo 1. Dünyada Bölgeler Bazında Yatırım Fon Büyüklükleri – 31 Aralık 2009

Kaynak: EFAMA, Q4 2009 Supplementary Tables,

http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1173&Itemid=-99.

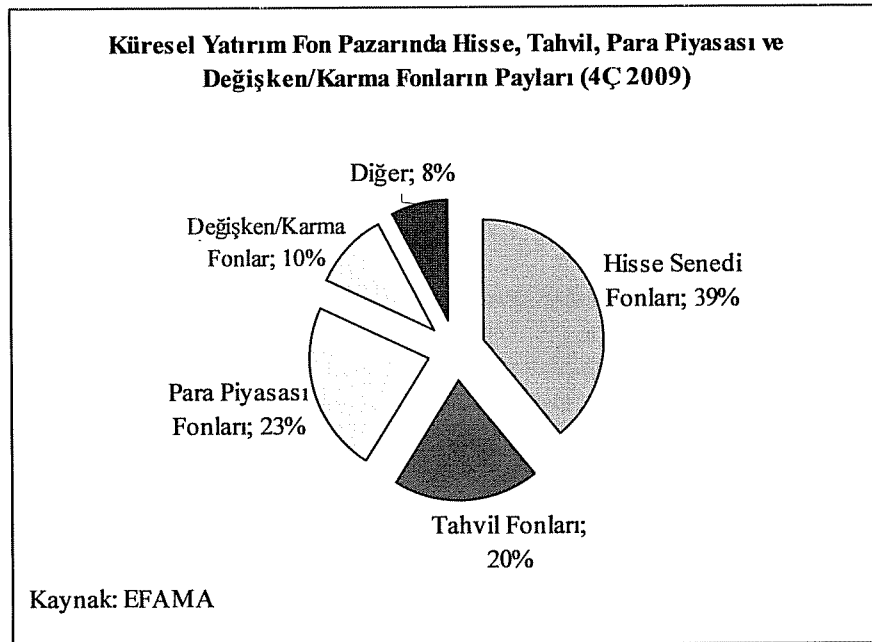
Yıllar itibariyle yatırım fon büyüklüklerinin yüzdesel olarak bölgeler bazında gösterimi Tablo 2’de gösterilmektedir:

¹¹ EFAMA, **International Statistical Release**, Aralık 2009.

Bölge Bazında Fon Pazarı Büyüklüğü (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009
Amerika	55%	53%	51%	56%	55%
Avrupa	34%	36%	34%	33%	33%
Asya ve Pasifik	11%	11%	14%	11%	12%
Dünya	100%	100%	100%	100%	100%

Tablo 2. Dünyada Yüzdesel Olarak Yatırım Fon Büyüklüklerinin Bölgeler Bazında Gösterimi
Kaynak: EFAMA, Q4 2009 Supplementary Tables,
http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1173&Itemid=-99.

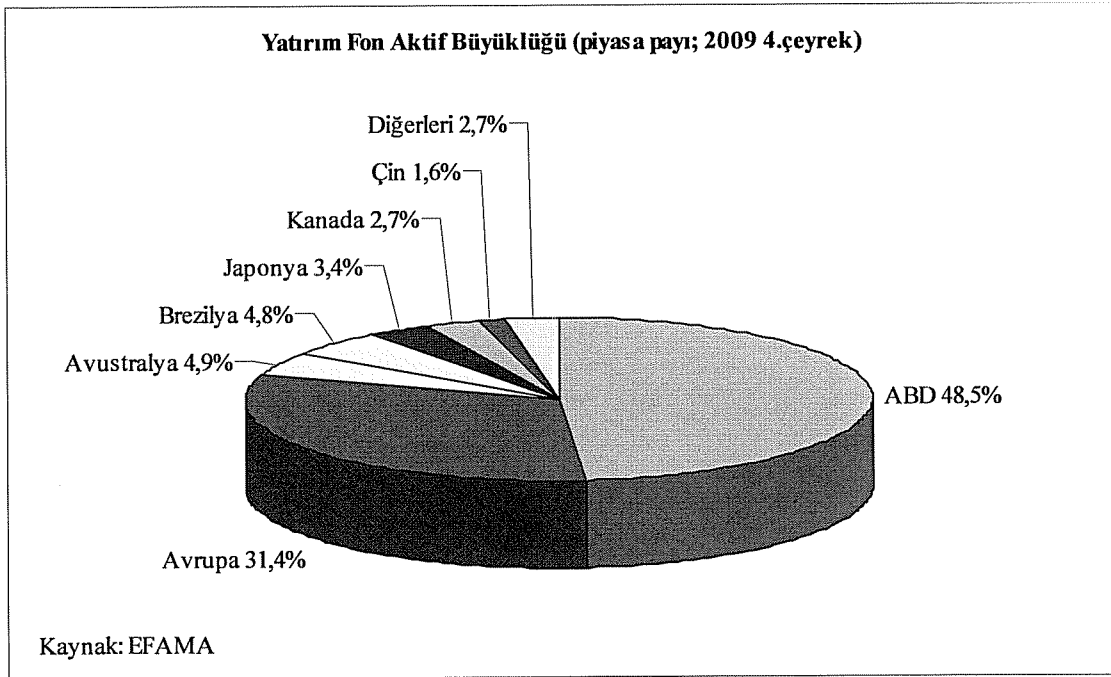
2009 4. çeyrek sonu itibariyle EFAMA verilerine göre küresel yatırım fon pazarının varlık yapısında en büyük payı %39'luk payı ile hisse senedi fonları oluşturmaktadır. İkinci sırada %23'lük payı ile para piyasası fonları yer alırken üçüncü sırayı %20'lik payı ile tahvil fonları oluşturmaktadır. Hisse senedi ve tahvil karmasına yatırım yapan değişken fonların payı ise %10 seviyesindedir. Aşağıda Şekil 1 küresel yatırım fon pazarında fon türlerine göre dağılımı göstermektedir.



Şekil 1. Küresel Yatırım Fon Pazarında Hisse, Tahvil, Para Piyasası ve Değişken/Karma Fonların Payları (4Ç 2009)

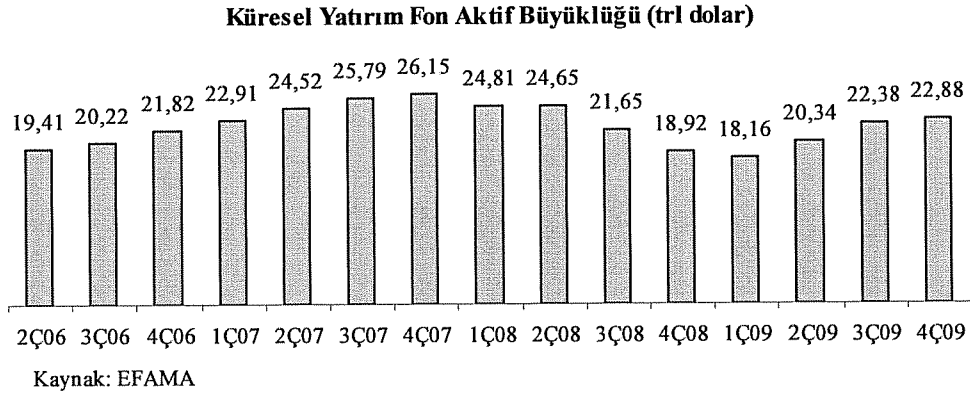
Kaynak: EFAMA, International Statistical Release, 28 Nisan 2010, s. 5.

Dünya genelinde yatırım fonları aktif büyüklüğüne göre ülke sıralamaları ise Şekil 2’de gösterilmektedir. 2009 4. çeyrek itibariyle ABD dünya yatırım fon pazarının %48,5’lik payına sahipken, Avrupa %31,4’lik paya sahiptir. Dünya fon pazarında üçüncü en büyük paya sahip olan ülke ise %4,9’luk piyasa payıyla Avustralya gelmektedir.



Şekil 2. Dünya Genelinde Yatırım Fon Aktif Büyüklüğünün Ülkelere Göre Dağılımı
Kaynak: EFAMA, *International Statistical Release*, 28 Nisan 2010, s. 6.

Küresel yatırım fon pazarının çeyrek bazda değişimini gösteren Şekil 3’te görüldüğü üzere 2007 yaz sonunda ABD’de başlayan Kredi Krizi küresel fon pazarında varlıkların erimesine sebep olurken sonrasında makro koşullarda iyileşme ve risk algılamasında artışla birlikte 2009 yılında pazarın toparlanma kaydettiği görülmektedir.



Şekil 3. Kredi Krizinin Küresel Yatırım Fon Aktif Büyüklüğüne Etkisi
Kaynak: EFAMA, International Statistical Release, 28 Nisan 2010, s. 1.

Makro koşullarda iyileşmenin devam etmesi ve ekonomilerde kalıcı istikrarın sağlanması literatür araştırmamızdan elde ettiğimiz sonuçlar ışığında finansal piyasalarda derinleşme ile birlikte yatırımcıların risk algılamasında iyileşmeye sebep olabilir ve küresel yatırım fon pazarının kriz öncesi yüksek seviyelerine tekrar dönmesi beklenebilir.

1.3 Küresel Fon Pazarında Yapısal Olarak Farklı Bir Çerçeve Sergileyen Avrupa Yatırım Fon Pazarına Bakış

Yatırım fonları pay birimleri ihraç edildikleri ülkelerde alınıp satılabilmektedir. Yabancı yatırımcılar yatırım fonu pay biriminin ihraç edildiği ülkede hesap açtırmak suretiyle alım satımını yapabilmektedir. AB’de ise yatırım fon pay birimleri AB Üye Ülkeleri arasında serbestçe pazarlanabilmektedir. AB Komisyonu ilk kez 1985 yılında yatırım fon pay birimlerinin serbestçe pazarlanmasına imkan tanıyan UCITS Direktifleri¹² kapsamında UCITS kavramı altında UCITS fonlarını devreye sokmuştur.

Genel anlamıyla UCITS fonları, pay birimleri AB Üye Ülkeleri arasında sınır tanımaksızın alınıp satılabilen; nitelikli yatırım araçlarına yatırım yapabilen; paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak bu kuruluşların

¹² “Council Directive of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities”, 20 Aralık 1985, http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=Directive&an_doc=1985&nu_doc=611

aktiflerinden geri alınabilen ve/veya ödenebilen; yönetici şirketleri gerekli sermaye yeterliliğine sahip olan ve politika esasları çerçevesinde yatırımcı korumasına olduğu kadar risk yönetimine azami önem veren kolektif yatırım araçlarıdır.

Çalışmamızın devamında AB fon pazarına ilişkin istatistiksel bilgi verilecektir. AB fon pazarının ağırlıklı payına sahip UCITS fonları tanıtılarak düzenlemeler kapsamında geçmişten günümüze değişikliğe uğrayan UCITS Direktifleri hakkında bilgi verilecektir. Sonrasında farklı hukuki yapılara sahip AB Üye Ülkeleri arasında UCITS fonlarının pazarlanabilmesinin vergisel sonuçları araştırılacaktır. Son olarak ise UCITS Direktifleri ile Basel standartları arasındaki benzerlikler ortaya konmaya çalışılacaktır.

1.3.1 Avrupa Fon Pazarı İle İlgili İstatistikler, UCITS Ve Fon Düzenlemeleri

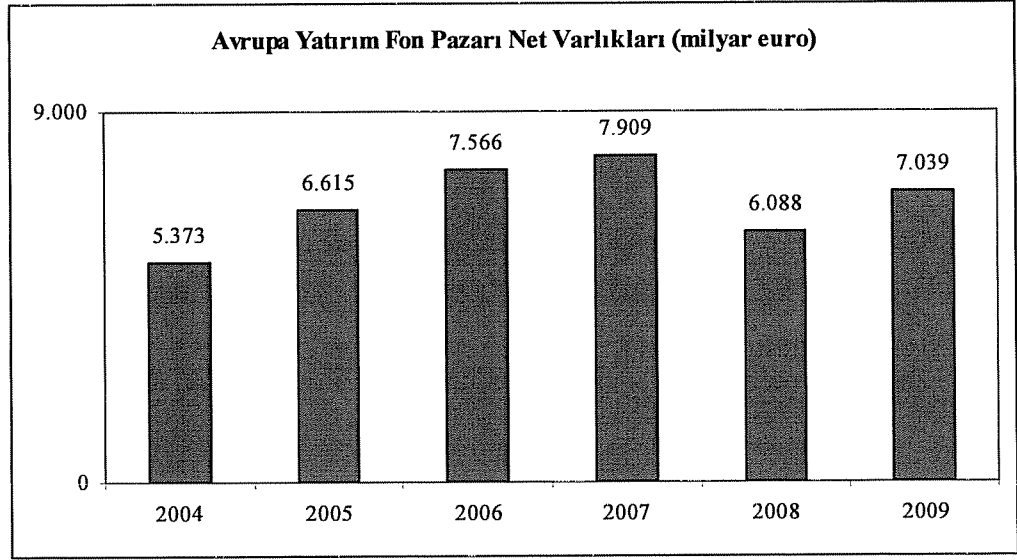
EFAMA verilerine göre Avrupa fon pazarı 2009 4. çeyrek itibariyle 7.546 milyar ABD doları seviyesindedir.¹³ Yatırım fonlarının %30'unu hisse fonlar, %20'sini tahvil fonları, %19'unu para piyasası fonları, %15'ini ise değişken/karma fonlar oluşturmaktadır. Ülke bazında bakıldığında ise en büyük fon pazarı %26'lık payıyla Lüksemburg'dur. Adından %20 ile Fransa ve %14 ile Almanya fon pazarı gelmektedir.

EFAMA Avrupa fon pazarını dikkate alırken UCITS fonlar ve UCITS olmayan fonlar olarak diğer ülkelerden farklı bir sınıflandırma yapmaktadır. UCITS olmayan fonlar da dikkate alındığında Avrupa fon pazarının büyüklüğü 2009 sonu itibariyle 10.140 milyar ABD doları (7.039 milyar euro) seviyesindedir. Bu çerçeveden bakıldığında EFAMA, Avrupa'nın dünya yatırım fon pazarındaki payının %37,8'e yükselirken ABD fon pazarının payının %44'e gerilediğini ifade etmektedir.¹⁴

Avrupa fon pazarının istikrarlı büyüme eğilimi 2008 Kredi Krizi ile yönünü aşağıya çevirirken 2009'da büyüme eğilimi göstermiştir. Şekil 4 Avrupa fon pazarının büyüme seyrini ortaya koymaktadır:

¹³ EFAMA, Q4 2009 Supplementary Tables, http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1173&Itemid=-99.

¹⁴ EFAMA, International Statistical Release, 28 Nisan 2010, s. 6.



Şekil 4. Avrupa Yatırım Fonları Net Varlıklarının Seyri

Kaynak: EFAMA, "Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2009 and Results for the Full Year 2009", Mart 2010.

Alt kademe olarak UCITS olan ve UCITS olmayan fonlar bazında bakıldığında Avrupa'da ülkelerin fon pazar dağılımı Tablo 3'te gösterilmektedir. Lüksemburg fon pazarı UCITS fonlarının %30'unu kapsarken Almanya fon pazarı ağırlıklı olarak UCITS olmayan fonlardan oluşmaktadır.

Avrupa Yatırım Fon Endüstrisi Net Aktif Büyüklüğü 31.12.2009						
	Fon Pazarı (milyar dolar)	Piyasa Payı	UCITS (milyar dolar)	Piyasa Payı	UCITS-olmayan (milyar dolar)	Piyasa Payı
Almanya	1.466	14,4%	318	4,2%	1.148	45,8%
Avusturya	200	2,0%	119	1,6%	81	3,2%
Belçika	133	1,3%	125	1,6%	8	0,3%
Bulgaristan	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Çek Cumhuriyeti	6	0,1%	6	0,1%	0	0,0%
Danimarka	158	1,6%	84	1,1%	74	3,0%
Finlandiya	78	0,8%	66	0,9%	12	0,5%
Fransa	2.055	20,3%	1.806	23,6%	249	9,9%
Hollanda	114	1,1%	96	1,3%	18	0,7%
İngiltere	909	9,0%	769	10,1%	140	5,6%
İrlanda	1.078	10,6%	861	11,3%	218	8,7%
İspanya	280	2,8%	270	3,5%	11	0,4%
İsveç	182	1,8%	178	2,3%	4	0,2%
İsviçre	229	2,3%	170	2,2%	58	2,3%
İtalya	360	3,6%	279	3,7%	81	3,2%
Liechtenstein	32	0,3%	32	0,4%	0	0,0%
Lüksemburg	2.652	26,1%	2.294	30,0%	358	14,3%
Macaristan	16	0,2%	12	0,2%	4	0,2%
Norveç	71	0,7%	71	0,9%	0	0,0%
Polonya	32	0,3%	23	0,3%	9	0,4%
Portekiz	41	0,4%	17	0,2%	24	1,0%
Romanya	4	0,0%	1	0,0%	3	0,1%
Slovakya	5	0,0%	5	0,1%	0	0,0%
Slovenya	3	0,0%	3	0,0%	1	0,0%
Türkiye	23	0,2%	19	0,3%	3	0,1%
Yunanistan	15	0,1%	13	0,2%	2	0,1%
Toplam (mlr dolar)	10.143					
UCITS	7.636					
UCITS-olmayan	2.507					

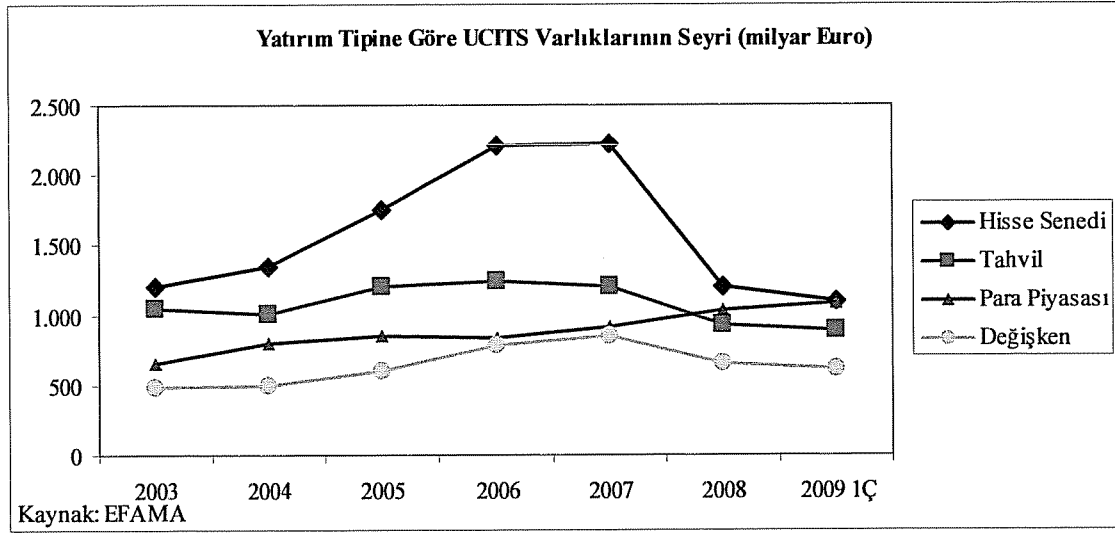
Tablo 3. Avrupa Yatırım Fon Endüstrisi Net Aktif Büyüklüğü

Kaynak: EFAMA, "Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2009 and Results for the Full Year 2009", Quarterly Statistical Release, Mart 2010, No.40, s.10.

UCITS fon pazarı, fon tipleri olarak incelendiğinde ise pazarın %30'unu hisse senedi, %20'sini tahvil, %18'ini para piyasası, %14'ünü değişken tipli UCITS fonlar, %5'ini ise fon sepetinin de olduğu diğer cinsten UCITS fonlar oluşturmaktadır.

UCITS fon pazarında fon yöneticilerinin ağırlıklı olarak para piyasası araçları, hisse senedi ve tahvile yatırım yaptıklarını görüyoruz. 2009 1.çeyrek sonu itibariyle UCITS portföylerinin %79'unu hisse senedi, tahvil ve para piyasası araçları oluşturuyor. Birden fazla finansal enstrümana yatırım yapan değişken tipli UCITS

fonların ağırlığı ise %16 seviyesinde. Şekil 5, 2003 yılından 2009 1.çeyrek sonuna kadar UCITS fon portföylerinin dağılımını göstermektedir. Son yaşanan krizde portföylerin daha çok risksiz enstrüman olarak nitelendirdiğimiz para piyasası araçlarına kayması dikkat çekmektedir:



Şekil 5. Yatırım Tipine Göre UCITS Varlıklarının Seyri
Kaynak: EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2009, Temmuz 2009, s. 5.

Şekil 5 incelendiğinde Avrupa'daki UCITS fonlarına yatırım yapan yatırımcıların portföy tercihlerinin krizin etkisiyle daha güvenli yatırım araçlarına kaydığını göstermektedir. Hisse senedi fiyatlarındaki hızlı düşüşler UCITS fon yöneticilerinin getirilerini korumak adına daha fazla para piyasası araçlarına yöneldikleri anlaşılmaktadır.

1.3.2 UCITS Ve Fon Düzenlemeleri

Avrupa Komisyonu'nun tek pazar hedefi doğrultusunda 14 Haziran 1985 tarihinde yayınladığı Beyaz Belge, finansal hizmetler alanında Avrupa genelinde tek

pazara geçişe yönelik çalışmalara temel oluşturan bir belgedir.¹⁵ Bu amaçla Avrupa genelinde finansal hizmetlerde ticaretin serbestleşmesi ve finansal piyasalarda eşit rekabet koşullarının, etkinliğin ve şeffaflığın sağlanmasına yönelik olarak bu tarihten sonra çeşitli düzenlemelere gidilmiştir.

11 Mayıs 1999 tarihinde Avrupa Komisyonu, yasal mevzuatta yapılması planlanan değişiklikleri ve diğer konularda atılacak adımları bir zaman çizelgesine bağlayan Financial Services Action Plan'ı (FSAP-Finansal Hizmetler Aksiyon Planı) açıklamıştır.¹⁶ Plan, 2000 yılı Mart ayında Lizbon'da toplanan Avrupa Konseyi'nce uygun bulunmuştur.¹⁷ FSAP aksiyonları ile Avrupa'da finansal piyasaların etkin işleminin sağlanması, yatırım odaklı büyüme ile birlikte işsizliğe çözüm bulma hedeflenmiştir.¹⁸ Finansal sektörün yeniden şekillenmesi için uzun yılları kapsayan bir plan ortaya konmuştur. FSAP ile finansal sektörün rekabet gücünün artırılmasına ve sınır ötesi ticareti kolaylaştırarak tek pazar sürecini hızlandırmaya yardımcı olması amaçlanmıştır.

Avrupa Komisyonu, 20 Aralık 1985 tarihinde Devredilebilir Menkul Kıymetlere Kolektif Yatırım Yapan Girişimlere İlişkin Kanunlar, Düzenlemeler ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifini¹⁹ yayımlamıştır. Bu direktifle Komisyon, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım amacıyla kurulan yapıları tanımlamış ve işleyiş esaslarını düzenlemiştir. Direktifte yer alan şartları sağlayan fonlar UCITS fonları, sağlayamayanlar ise UCITS olmayan fonlar olarak nitelendirilmekteydi. Bu sunulan haliyle 1985 UCITS Direktiflerinin amacı açık uçlu fonların AB'ye üye bütün ülkelerde benzer düzenlemeye tabi olan transfer edilebilir menkul kıymetlere yatırım yapmasına olanak sağlamaktı.

¹⁵ EN, White Paper on the Completion of the Internal Market (14 June 1985), 14 Haziran 1985, http://www.ena.lu/white_paper_completion_internal_market_14_june_1985-02-8169.

¹⁶ Financial Services Action Plan, Commission Communication of 11 May 1999 entitled "Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan" [COM(1999) 232 final - Not published in the Official Journal], http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_en.htm.

¹⁷ Lisbon European Council 23 and 24 March 2000 Presidency Conclusions, http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm.

¹⁸ Financial Services Action Plan FSAP? On track and on time?, http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn33/a3_en.htm.

¹⁹ (Council Directive of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities –UCITS) (85/611/EEC)

İlk başta Avrupa genelinde benzer düzenlemelerin faaliyete geçmesiyle birlikte herhangi bir üye ülkede yetkilendirilmiş fonların başka izinlere gerek kalmadan diğer üye ülkelerde serbestçe satılabileceği düşünülse de fonların Avrupa genelinde serbestçe satışına ilişkin beklentiler gerçekleşmemiştir. Direktifin uygulanmaya konan ilk zamanlarda üye ülkelerde UCITS fonlarının sınır ötesi pazarlanmalarına engel oluşturan farklı bireysel pazarlama politikaları uygulanmaktaydı. Bununla birlikte UCITS fonlarının yapabileceği yatırımlara ilişkin sınırlamaların uygulamada yer alması söz konusu UCITS fonlarının üye ülkeler arasında pazarlanma olasılığını zayıflatmaktaydı. Ayrıca finans kuruluşlarının UCITS fonlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılardan yüksek giriş komisyonları aldıkları ve hatta küçük tasarruflar yerine orta büyüklükteki tasarrufları bu yatırım araçlarına yönlendirdikleri dile getirilmektedir. Bunlara ek olarak UCITS I Direktifleri giriş ve kayıt sistemlerini üye ülkelerin inisiyatifine bırakmıştır. Böylelikle ülkeler arasında yer alan kanun ve uygulama farklılıkları arasında ciddi farklılıklar ortaya çıkmıştır. Bazı üye ülkeler gevşek bir politika izlerken bazıları da oldukça sıkı tedbirler almayı tercih etmişlerdir. Bunlardan ayrı olarak fonların kayıt süreleri de farklılık göstermekteydi. PricewaterhouseCoopers ve FEFSI (Federation Europeenne Des Fonds Et Societes D'investissement) yayınladıkları ortak raporda bir UCITS fonunun İspanya ve İtalya'da kaydolma işlemleri ortalama olarak 8 aydan 16 haftaya kadar sürmekteyken Almanya ve İngiltere'de bu süreç 8 haftayla sınırlı kalmaktaydı.²⁰ Ayrıca yatırımcıların korumasına yönelik olarak üye ülkeler arasında yer alan mevzuat farklılıkları da yatırımcıların daha temkinli davranmalarına sebep olmaktaydı. Bu sebeplerle finansal entegrasyon adına piyasaya sunulan bu ürünlerin tabana yayılması ve küçük büyük her ölçekteki tasarruf sahiplerinin tasarruflarını bu yatırım araçlarına kaydırmaları istenildiği gibi hızlı ve yaygın olamamıştır.

1990'ların başlarında 1985 UCITS Direktiflerinde var olan zayıflıkların farkına varılmasıyla, 1985 UCITS Direktiflerinde değişiklik yapılmasına ve bu sayede Avrupa genelinde kanunların düzenlemesine yönelik teklifler ortaya atılmıştır. Bu tartışmalar

²⁰ PRICEWATERHOUSECOOPERS ve FEFSI, "Cross-Border Marketing of "Harmonised" UCITS in Europe, Current Situation, Constraints and Ways Forward", Kasım 2001, http://www.pwc.com/en_LU/lu/asset-management/docs/pwc-crossborderucits.pdf.

UCITS II direktiflerinin taslağını oluşturmuştur. Fakat beklenen olmamış ve Bakanlar Konseyi'nde UCITS II Direktiflerine yönelik bir uzlaşya varılamamıştır.²¹

Bu tarihten sonra 1998 yılı Temmuz ayında AB Komisyonu, 1985 UCITS Direktiflerini değiştirmeye yönelik olarak iki kısımdan oluşan yeni bir teklif ortaya koymuştur. Ürün ve Yönetim Direktifleri şeklinde iki ana Direktiften oluşan yeni teklif taslağı 2001 yılı Aralık ayında AB Komisyonu'nda kabul edilerek UCITS III Direktifleri halini almıştır. UCITS III Direktifleri ile birtakım yenilikler ortaya konulmuştur. Söz konusu yenilikler üç ana değişiklikten oluşmaktadır: UCITS fonlarının yatırım yapabileceği varlıkların kapsamı genişletilmiş, varlıkların yüzdesel dağılımlarında farklılıklar ortaya konmuş ve UCITS fonlarının yatırım politikalarında birtakım değişikliklere gidilmiştir.

Özünde yatırım fonlarının başka ülkelerdeki bireysel yatırımcılara pazarlanabilmesini kolaylaştırmak, yatırım fonları için AB çapında uyumlaştırılmış bir yasal çerçeve oluşturmak ve yatırımcıyı korumak olan UCITS III Direktifleri yukarıda da belirtildiği gibi iki anabashlıktan oluşmaktadır:

- Yönetim şirketlerine tüm AB Üye Ülkeleri genelinde çalışma imkanı sağlayan AB pasaportunu veren; yönetim şirketlerinin faaliyet alanlarını genişleten; AB Üye Ülkeleri genelinde UCITS fonlarının sınır ötesi pazarlanmasına yardımcı olacak ve her türlü bilgiye kolayca erişilmesini sağlayacak olan basitleştirilmiş doküman (yatırımcılar için pazarlama dokümanı) kavramını ortaya koyan Yönetim Direktifi (Avrupa Parlamentosu ve Konseyi 2001/107/EC Direktifi)²²,
- Temel amacı fonların daha geniş kapsamlı finansal ürünlere yatırım yapmasına olanak sağlayarak kolektif yatırım fonlarının birimlerinin sınır ötesi pazarlanmalarına yönelik engelleri kaldırmak olan ve para piyasası fonları, türev ürün fonları, endeks takip fonları ve fon sepetinin UCITS

²¹ Ernst&Young, "UCITS III – A Practical Guide", 2003.

²² Directive 2001/107/EC, Official Journal of the European Communities, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:041:0020:0034:EN:PDF>.

olarak kabul edilmesine imkan veren Ürün Direktifi (Avrupa Parlamentosu ve Konseyi 2001/108/EC Direktifi)²³.

UCITS III Direktifleri ile AB pasaportu, basitleştirilmiş doküman gibi yeni kavramlar finans piyasalarına kazandırılırken, yeni Direktif ile UCITS fonlarının yatırım yapabilecekleri finansal ürünlerin kapsamı da genişletilmiştir.

2001 yılında AB Komisyonunda kabul edilen Yönetim ve Ürün Direktiflerini AB Üye Ülkeleri 13 Şubat 2004 tarihinde uygulamaya başlamışlardır. Bu tarihe kadar Üye Ülkeler, UCITS fonlarına konu olan uygun varlıkların genişletilmesi, yeni yatırım teknikleri, yatırımcılar için basitleştirilmiş doküman ve yönetim şirketi ile ilgili konularda UCITS III Direktiflerine uyumu sağlayacak atılımlar ortaya koymuşlardır.

Temelde UCITS fonları, amaçları devredilebilir menkul kıymetlere ve/veya aşağıda değinileceği üzere UCITS III Direktifi Madde 19 (1)'de belirtilen diğer likit finansal varlıklara yatırım yapabilen, halktan toplanan sermaye ile ve riskin yayılması ilkesine göre çalışan girişimlerdir. UCITS fonları açık uçlu yapılardır. Bu yapıları sayesinde UCITS fonlarının paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak bu kuruluşların aktiflerinden geri alınabilmekte veya ödenebilmektedir. Ayrıca kuruluş şekilleri açısından incelendiğinde UCITS fonları, yönetim şirketleri tarafından yönetilecek ortak fon, yatırım fonu ve yatırım şirketi gibi farklı hukuki şekillerde de kurulabilmektedir.

UCITS III Direktifleri UCITS fonlarına birtakım kolaylıklar da kazandırmıştır. Bunların başında örneğin aşağı yönlü fiyat hareketleri gösteren piyasalarda para kazanabilmeleri için açık pozisyona sahip olma imkanı sağlarken, basitleştirilmiş doküman (yatırımcılar için pazarlama dokümanı) yayınlamak suretiyle yatırımcıların daha bilinçli ve yatırım kararlarını alırken daha bilgili olmalarına yardımcı olmaktadır. Ayrıca, UCITS III Direktifleri yatırımcıları korumaya yönelik daha kapsamlı gelişmeleri ortaya koyabilmek amacıyla UCITS fonlarının yatırım yapmalarına yönelik çeşitli sınırlamalar getirmiştir. Bunların yanında dalgalı hareket eden finansal piyasalarda risk yönetimi olgusunun kalıcı olarak yerleştirilmesi ve uygulanması için

²³ Directive 2001/108/EC, Official Journal of the European Communities, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:041:0035:0035:EN:PDF>.

yönetim veya yatırım şirketlerinin etkin bir risk yönetimi uygulamaları konusunda zorunluluk getirirken böylelikle maruz kalınacak toplam riskin azaltılması sağlanmıştır.²⁴

27 Nisan 2004 yılında Avrupa Komisyonu bir Tavsiye Raporu yayımlamıştır.²⁵ Bu raporda finansal türev ürünlerinin kullanımına dair maddeler yer almaktadır. UCITS fonlarının finansal türev araçlarını sadece korunma (hedging) amacıyla değil yatırım amacıyla da kullanabilecekleri Komisyonun Tavsiye Raporu'nda yer almıştır. İlgili rapor, UCITS fonlarının risk ölçüm metodlarının tüm AB Üye Ülkelerinde bir örnek anlaşılmasını sağlarken üye ülkelerin UCITS III Direktiflerini uygularken dikkate almaları gereken basit temel esasları içermektedir.

1.3.2.1 Ürün Direktifi

Önceden de değinildiği üzere temel amacı fonların daha geniş kapsamlı finansal ürünlere yatırım yapmasına olanak sağlayarak kolektif yatırım fonlarının birimlerinin sınır ötesi pazarlanmalarına yönelik engellerin kaldırılması olan ve para piyasası fonları, türev ürünler fonları, endeks takip fonları ve fon sepetini UCITS fonları olarak kabul edilmesine imkan veren Ürün Direktifi transfer edilebilir menkul kıymetlerin tanımında değişiklik yapmıştır. Buna göre Ürün Direktifinde

- şirket hisseleri ve şirket hisselerine eşit diğer menkul kıymetler,
- tahvil ve diğer biçimlerdeki menkulleştirilmiş borçlar,
- imza veya değişim yoluyla transfer edilebilir menkul kıymete sahip olma hakkını taşıyan diğer ciro edilebilir ticari senetler

transfer edilebilir menkul kıymetler olarak tanımlanmaktadırlar.

UCITS I Direktiflerinden farklı olarak Ürün Direktifi ile UCITS fonlarının yatırım yapabilecekleri ürünler görüldüğü üzere genişletilmiştir. Bunlarla ilgili detaylı

²⁴ Keith Boyfield, Hugo Robinson, Lorraine Mullally, 2006, "Selling the City Short? A review of the EU's Financial Services Action Plan", Open Europe

²⁵ EC, "Commission Recommendation of 27 April 2004 on the Use of Financial Derivative Instruments for Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) (Notified under Document Number C(2004) 1541/1) (Text with EEA Relevance) (2004/383/EC)", Official Journal of the European Union, 27 Nisan 2004, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:144:0033:0041:EN:PDF>.

bilgiler aşağıda verilecektir. Fakat öncesinde UCITS I Direktifleri ile karşılaştırıldığında Ürün Direktifi ile ortaya çıkan yenilikler şu şekilde özetlenebilir:

- UCITS fonları UCITS olmayan fonlara net aktif değerlerinin %30'unu aşmayacak şekilde yatırım yapabileceklerdir.
- UCITS fonları diğer UCITS fonlarına yatırım yapabileceklerdir.
- Türev ürünler sadece hedging veya etkin portföy yönetimi amacıyla değil net aktif değerinin %100'üne kadar yatırım amacıyla da kullanılabilirlerdir.
- Organize piyasalarda işlem gören veya işlem görmesine izin verilen para piyasası araçları da UCITS fonları için yeni yatırım aracı sınıfına girmiştir.
- Banka mevduatları da yine UCITS fonlarının yatırım yapabileceği ürünler arasına dahil edilmiştir.

Yukarıda sıralanan finansal ürünler Ürün Direktifi ile UCITS fonlarının yatırım yapabileceği ürün sınıfına işaret etmektedir. Bunlara ek olarak UCITS fonları UCITS I Direktifinde yer aldığı gibi sadece geçici bir süreliğine operasyonel işlemler sebebiyle net aktif değerlerinin %10'una kadar borçlanabilirlerdir. Fakat UCITS I Direktiflerinde de olduğu gibi Ürün Direktifi ile UCITS fonlarının gayrimenkul, değerli maden ve metaller, özel sermaye ve sanat eserlerine yatırım yapmaları yasaktır.

1.3.2.2 Yönetim Direktifi

Avrupa Komisyonu'nun 2001/107/EC Konsey Direktifi, Yönetim Direktifi olarak adlandırılmaktadır. Yönetim Direktifinin temel olarak üç amacı vardır:

- Yönetim şirketlerinin faaliyet kapsamını genişletmek,
- AB Üye Ülkeleri genelinde faaliyet gösteren yönetim şirketlerinin AB pasaportuna sahip olmalarını desteklemek ve
- UCITS fonlarının pazarlamasını kolaylaştırmak adına yatırımcıların kolay ulaşılabilir ve kapsamlı bilgi edinmek amacıyla basitleştirilmiş bir tanıtıcı doküman oluşturmak.

Bu Direktifle, bağımsız olarak yetkilendirilecek yönetim şirketlerinin faaliyet alanının genişletilmesi, söz konusu şirketlerin Avrupa genelinde faaliyette

bulunabilmeleri için AB pasaportuna sahip olmaları istenmektedir. Ayrıca Yönetim Direktifi, basitleştirilmiş tanıtıcı doküman zorunluluğu getirmiştir. Buna göre yatırımcıların kolay ulaşılabilir bir şekilde kapsamlı bilgiyi elde etmeleri amaçlanmakta ve böylece UCITS fonları için pazarlama fırsatlarını geliştirme imkanı yaratılmış olmaktadır.

1.4 Türkiye Yatırım Fon Pazarı

Türkiye sermaye piyasalarında kolektif yatırım yapan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketleri faaliyetlerini sürdürmektedir. Sermaye piyasası kurum ve kuruluşlarının düzenleme ve denetimini SPK üstlenmiştir. Portföy yönetim şirketleri faaliyetleri arasında yatırım fonlarının yönetilmesi de yer almaktadır. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketlerinin 2009 sonunda toplam net varlık büyüklüğü GSYİH'nın %9'u olup 56,5 milyar ABD doları (84,3 milyar TL) seviyesindedir.²⁶

Türkiye'de yatırım fon pazarının büyüklüğü ise 26,1 milyar ABD doları (38,8 milyar TL) olup GSYİH'nın %4'ü seviyesindedir. IMF verilerine göre²⁷ ABD ve AB'de yatırım fon pazarının büyüklüğünün GSYİH verilerine oranı ise sırasıyla %78 ve %46 seviyesindedir. Latin Amerika'ya baktığımızda ise benzer oran Brezilya için %50 iken Şili %21, Meksika %8 ve Arjantin %1 seviyesindedir. Finansal serbestleşme ve büyüme, Brezilya fon pazarına olumlu yansıdığı gibi Türkiye yatırım fon pazarı da bu gelişmelerden olumlu şekilde etkilenebilir. Nitekim Türkiye yatırım fon pazarı büyüklüğünün 2008 sonunda GSYİH'nın %2'si iken 2009 sonunda %4 seviyesine yükselmiştir.

Ekonomik istikrar ve risk algılamasında artışın Türkiye yatırım fon pazarını geliştirmesi beklenebilir. Öte yandan daha fazla tasarrufun pazara kazandırılması yönünde SPK'nın yürüttüğü sınır ötesine serbestçe pazarlanabilen UCITS benzeri fonların Türkiye fon pazarına kazandırılması çalışmalarının devreye girmesi de süreci olumlu yönde etkileyebilir.

²⁶ SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2009, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>.

²⁷ IMF, World Economic Outlook Database, Nisan 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx>.

Çalışmamızın bu bölümünde Türkiye’de tasarrufların dağılımına ilişkin genel bir bilgi verdikten sonra Türkiye’de yatırım fonu türleri, büyüklükleri ve tarihsel seyri, yatırımcı ilgisinin artmaya başladığı koruma amaçlı fonlar, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim faaliyeti ve UCITS III Direktifi düzenlemelerinin Türkiye’ye uyarlanmasıyla birlikte ve Türk bankacılık sektörüne olası etkileri araştırılacaktır.

1.4.1 Türkiye’de Tasarrufların Dağılımı

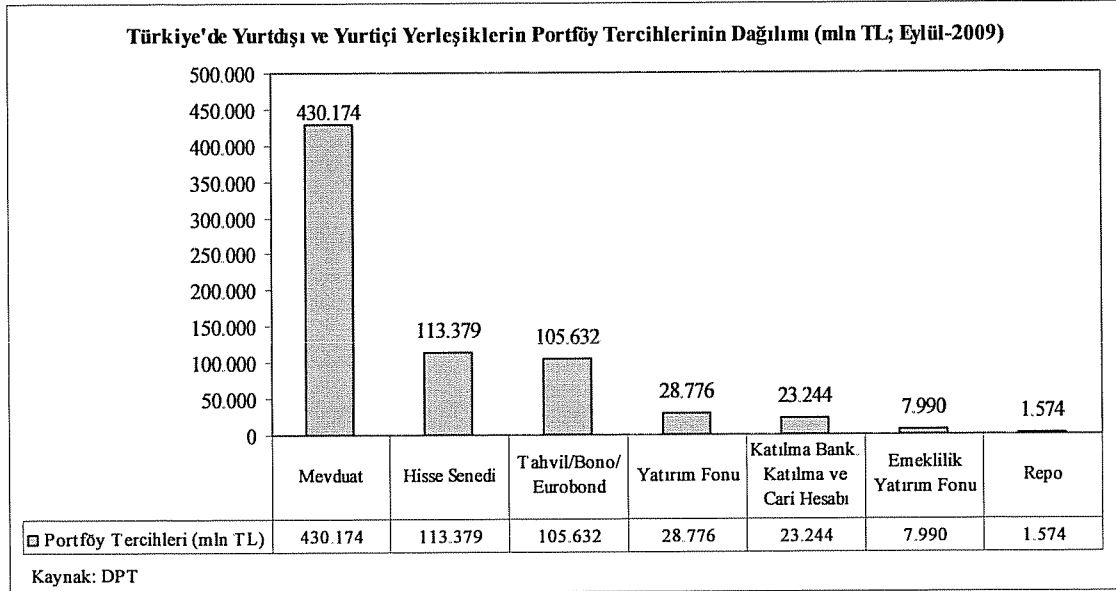
Türkiye’de bankacılık sektörü 2009 sonu itibariyle 455 milyar TL büyüklüğünde mevduat hacmine sahiptir (GSYİH’nın %45’i).²⁸ GSYİH’nın %4,1’i seviyesindeki yatırım fon pazarı büyüklüğü ve %4,2’si seviyesindeki portföy yönetim şirketleri net aktif büyüklüğü ile karşılaştırıldığında Türkiye bankacılık sektörünün finansal kesimi domine eden bir yapıya sahip olduğu söylenebilir.

Yüksek reel faiz imkanı ve yaşanan finansal krizler gibi sebepler yatırım fonlarına olan ilgiyi sınırlandırmaktadır. 2008 Kredi Krizi sonrasında kalıcı bir istikrarın sağlanması halinde risk algılamasındaki değişim ile birlikte Türk finansal kesimine yönelik yeni açılımlar görme ihtimalimiz bulunmaktadır. Bu açılımlar ne olabilir sorusuna cevap aramadan önce Türkiye’de finansal kesimin nasıl bir dağılım gösterdiğini analiz etmenin faydalı olabileceğini düşünüyoruz.

Türkiye’de sermaye piyasalarının temellerinin atıldığı 1980’ler döneminden son birkaç yıllık döneme kadar yüksek reel getiri sunan mevduat, hazine bonosu, devlet tahvili ve repo gibi sabit getirili yatırım araçlar çoğu zaman cazibe merkezi olmuştur. Özellikle finansal piyasalardaki dalgalanmalardan olumsuz etkilenmemek için hisse senetlerine yönelim düşük seviyelerde kalmıştır. Yabancı yatırımcılar yüksek reel getiriden faydalanmak amacıyla Türk sermaye piyasalarına kısa süreli girişler yapmış, siyasi tansiyonun veya finansal sistemde volatilitenin artmasını takiben portföy yatırımlarını hızla çekmişlerdir. Sonuçta finansal piyasalara yönelik kuşkunun yer etmesi Türk yatırımcılarını yüksek reel getiri sunan sabit getirili yatırım araçlarına yönlendirmiştir.

²⁸ TCMB, Haftalık Basın Bülteni, 3 Haziran 2010.

Aşağıda Şekil 6 DPT verilerine göre Eylül 2009 itibariyle Türkiye’de yatırım yapan yerli ve yabancı yatırımcıların portföy tercihlerini sergilemektedir.



Şekil 6. Türkiye’de Yurtdışı ve Yurtiçi Yerleşiklerin Portföy Tercihlerinin Dağılımı
Kaynak: DPT, *Mali Piyasalarda Gelişmeler*, Eylül 2009, s. 31-32.

Şekil 6’ya göre Türkiye’de yatırımcıların ağırlıklı olarak mevduatı tercih etmektedirler. Hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetlerine olan talep hemen hemen aynı iken toplamı ancak mevduat hacminin yarısına eşit bir dağılım sergilemektedir. Tasarruf sahipleri yerli ve yabancı yatırımcılar olarak ayrıldığında portföy tercihlerinin farklı seyir izlemekte olduğu görülmektedir. Yabancı ve yerli yatırımcıların portföy tercihleri miktar ve kendi içerisinde yüzdesel dağılım olarak Tablo 4 yardımıyla gösterilebilir:

Eylül 2009	Yurtiçi Yerleşikler (milyon TL)	Yüzdesel Pay	Yurtdışı Yerleşikler (milyon TL)	Yüzdesel Pay	Toplam (milyon TL)
Mevduat	418.954	71%	11.220	9%	430.174
Hisse Senedi	37.650	6%	75.729	63%	113.379
Tahvil/Bono/Eurobond	72.175	12%	33.457	28%	105.632
Yatırım Fonu	30.065	5%			30.065
Katılma Bankaları Katılma ve Cari Hesabı	24.746	4%			24.746
Emeklilik Yatırım Fonu	8.472	1%			8.472
Repo	1.775	0%			1.775
Toplam	593.837		120.406		714.243
Kaynak: DPT					

Tablo 4. Türkiye'de Yurtdışı ve Yurtiçi Yerleşiklerin Portföy Tercihlerinin Detaylı Dağılımı
Kaynak: DPT, Mali Piyasalarda Gelişmeler, Ağustos 2009, s. 32-33.

Yurtiçi yerleşik yatırımcıların %83'ü mevduat ve sabit getirili yatırım araçlarını tercih ederken yurtdışı yerleşiklerin %63'ü hisse senedi ve %28'lik kısmı sabit getirili yatırım araçlarını tercih etmektedirler. Risk tercihleri olarak yerli yatırımcıların düşük risk grubunda yabancı yatırımcıların ise yüksek risk grubunda oldukları söylenebilir.

Faiz oranlarının düşük seviyelerini koruması ve düşük reel getiri ortamı yerli yatırımcıların portföy tercihlerinde yatırım fonları ve hisse senetleri gibi riskli yatırım araçlarına doğru kayışı getirebilir. Kısa vadede bakıldığında özellikle anaparıyı koruma özelliği ile yurtiçi yerleşik yatırımcının yatırım tercihlerine daha uygun bir profil sergileyen koruma amaçlı yatırım fonlarının diğer riskli yatırım araçlarına göre tercih edilebilir olacağı söylenebilir. Yabancı yatırımcılar açısından bakıldığında ise ağırlıklı olarak hisse senetlerini tercih ettikleri görülmektedir. Risk algılamasında artış ve AB standartlarında Türk yatırım fonlarının sınır ötesine pazarlanabilme imkanına erişmeleriyle birlikte yabancı yatırımcıların Türk yatırım fonlarını tercih edebilecekleri söylenebilir.

1.4.2 Türkiye’de Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları Ve Portföy Yönetim Faaliyeti

Türkiye’de sermaye piyasalarında faaliyet gösteren başta yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri SPK’nın düzenleme ve denetimine tabidir. Türlü risk potansiyeline sahip yatırım fonları kurulmuştur. Tamamına yakını B-tipi fonlar oluşturmaktadır. Yatırım ortaklıkları ise sermaye piyasası araçları ile kıymetli madenler portföyü işleten kurumlardır. Çalışmamızın bu bölümünde sözkonusu sermaye piyasası kurum ve kuruluşlarını tanıtip, Türkiye’de tasarrufların nasıl bir yapı büründüğünü ve son olarak da özele indiğimizde koruma amaçlı yatırım fonlarını tanıtmaya çalışacağız.

1.4.2.1 Yatırım Fonları Ve Düzenlemeleri

Yatırım fonları SPK tarafından yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde tanımlandığı üzere halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına bağlı kalmak kaydıyla belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde Tebliğ’in öngördüğü varlıklardan oluşan portföyü yönetmek amacıyla kurulması dışında başka hiçbir işle uğraşmayan ve tüzel kişiliği olmayan mal varlıklarıdır.²⁹ Tebliğ hükümleri gereğince hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, forward ve opsiyon sözleşmeleri, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri yatırım fonunun yönettiği portföyü oluşturabilecek varlıklar olarak sıralanmaktadır. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı ortaklıklara ait özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri de yine portföyde yer alabilecek varlıklar arasında sayılmışlardır.

Türkiye’de bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun’un geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde yer alan

²⁹ SPK, “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII, No: 10)”, Resmi Gazete, 22852, 19 Aralık 1996.

hükümlere kayıtlı kalmak şartıyla ve istenen nitelikleri taşımaları halinde Kurul'dan izin almak suretiyle fon kurabilmektedirler. Yatırım fonlarının tüzel kişiliğinin olmaması nedeniyle yatırım fonunun yönetim, temsil ve saklanması Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca fon kurucuları sorumludurlar. Kurucunun, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde sorumluluklarını yerine getirmesi şart koşulmuştur. Kurucu tarafından atanan fon yöneticisi tarafından portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde fon portföyü yönetilmektedir. Ayrıca saklayıcı nezdinde yapılacak bir sözleşme uyarınca fon portföyünde yer alan varlıklar saklanır.

Tebliğ'de yer alan Madde 11'de fon kurma şart ve niteliklerine sahip fon kurucularına fon kurma limiti getirilmiştir. Buna göre bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin içtüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, Kurul'a gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını aşamaz. Diğer taraftan kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıkların kurabilecekleri toplam fon miktarı genel kurullarınca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamını aşamaz.

Tebliğ'de yer alan ilgili hükümlere göre fonun organizasyonuna ilişkin olarak fon kurulu, denetçiler ve fon hizmet birimi sayılmıştır. Fon kurulu, kurucu adına fonla ilgili işlemleri yürütür ve en az üç kişiden oluşur. Kurulan her bir fon için fon kurulu atanması zorunludur. Yine fon kurucusu kendi adına işlemleri yürütmek amacıyla her bir fon için en az bir tane denetçi atar. Fon hizmet birimi ise fonla ilgili işlemlerin düzgün yürütülebilmesi amacıyla tüm fonlara hizmet vermek üzere gerekli nitelikleri taşıyan fon yönetim müdürleri ve yeterli sayıda personelden oluşan bir birimdir. Fon işlemlerinin düzgün bir şekilde yapılmasına imkan tanıyacak gerekli mekan, teknik donanım ve muhasebe sisteminin fon hizmet biriminde yer alması Tebliğ hükümlerine göre zorunludur.

SPK, Tebliğ'de fon faaliyetleriyle ilgili olarak iç kontrol sistemi kurulması konusunda zorunluluk getirmiştir. İç kontrol sistemi, verimli ve etkin bir şekilde fonun

faaliyetlerinin sürdürülmesi; zamanında ve güvenilir bir biçimde finansal ve idari konulara ait bilgilerin elde edilmesi; ilgili mevzuata, fon içtüzüğüne, izahnameye uygun olarak fon faaliyetlerinin yürütülmesi; hata hile ve usulsüzlüklerin önlenmesi ve tespiti; doğru ve eksiksiz olarak muhasebe kayıtlarının tutulması ve finansal bilgilerin doğru ve güvenilir olarak zamanında hazırlanmasını temin etmek amacıyla uygulanan ve yazılı hale getirilen esas ve usullerin bütününden oluşmaktadır.

Fon kurucusu tarafından atanan denetçi/denetçiler, fonun faaliyetlerinin iç kontrol esas ve usullerine uygun olarak işleyip işlemediğini denetlemekle sorumludur. Denetçi bu konuya ilişkin olumsuz bir durumun varlığını tespit etmesi halinde hazırlayacağı denetim raporunu en kısa sürede kurucunun yönetim kuruluna sunmak ve aynı gün bir örneğini SPK'ya göndermekle yükümlüdür. Ayrıca denetçi elde ettiği tüm tespitleri ve denetleme sonuçlarını içeren raporları yılda en az bir kere kurucunun yönetim kuruluna ve fon kuruluna sunmak zorundadır.

1.4.2.1.1 Türkiye’de Yatırım Fonu Türleri, Büyüklükleri Ve Tarihsel Seyri

SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde Madde 5’te Türkiye’de kurulabilecek yatırım fon türlerini fonun yönettiği portföyü oluşturan varlıkların portföy içerisindeki ağırlıklarına göre çeşitli gruplara ayırmıştır. İlgili maddeye göre yatırım fon türleri arasında tahvil ve bono fonu, hisse senedi fonu, sektör fonu, iştirak fonu, grup fonu, yabancı menkul kıymetler fonu, kıymetli madenler fonu, altın fonu, karma fon, likit fon, değişken fon, endeks fon, fon sepeti, özel fon ve serbest yatırım fonları yer almaktadır. Yatırım fonu kurucuları içtüzüklerinde belirtmeleri kaydıyla yukarıda sayılan fon türlerini kurabilmektedirler.

Fon içtüzüklerinde belirtilmesi kaydıyla, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalamasının en az %25’ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılmaktadırlar.

SPK, yatırım fonlarının yönettiği portföylerin dayanak varlıklarının ağırlıklarına göre yatırım fon türlerini gruplara ayırmıştır. Buna göre portföyünün *en az* %51’i devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar

olan fonlar tahvil ve bono fonu, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar hisse senedi fonu, belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar sektör fonu, iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar iştirak fonu, belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlar grup fonu, yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar yabancı menkul kıymetler fonu, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar kıymetli madenler fonu, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar altın fonu olarak tanımlanmaktadır.

Portföyünün %100’ü hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20’sinden az olmayan fonlar karma fon; devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar likit fon; portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar değişken fon olarak tanımlanmaktadır.

Portföyünün en az %80’i devamlı olarak SPK tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden veya örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan ve endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olan fonlar endeks fon; diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar fon sepeti (fund of funds) olarak adlandırılmıştır.

Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara satılan fonlar özel fon, katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak suretiyle kurulan fonlar serbest yatırım fonları (hedge funds) olarak adlandırılırlar. Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu

kurumlara benzer olduğu SPK tarafından belirlenecek diğerk yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler nitelikli yatırımcı olarak sınıflandırılmışlardır.

SPK'nın uygun görmesi halinde fon kurucuları yukarıda sayılan fon türleri dışında içtüzüklerinde belirtmeleri kaydıyla portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri oluşturabilmektedirler.

Türkiye'de yatırım fonları ilk olarak 1987 yılında ihraç edilmiş ve bu tarihten itibaren SPK'nın sermaye piyasası ihtiyaçlarına en uygun şekilde cevap verecek düzenlemeleri birbiri ardına hayata geçirmesiyle birlikte 1999 yılında yatırım fonları ihraçlarında hızlı bir artış gözlenmeye başlanmıştır. 2010 Şubat ayı verilerine göre Türkiye yatırım fon pazarının büyüklüğü 39.482 milyon TL (GSYİH'nın %4'ü) seviyesindedir.³⁰ Alt detaylara baktığımızda 30.044 milyon TL menkul kıymet yatırım fonu, 9.385 milyon TL emeklilik yatırım fonu bulunmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarının Türkiye fon pazarının tamamına yakını oluşturduğunu söyleyebiliriz. Menkul kıymet yatırım fonlarını dikkate aldığımızda 2009 Temmuz sonu itibariyle B-tipi yatırım fon büyüklüğü toplam menkul kıymet fon büyüklüğünün %96'sını oluşturmaktadır.

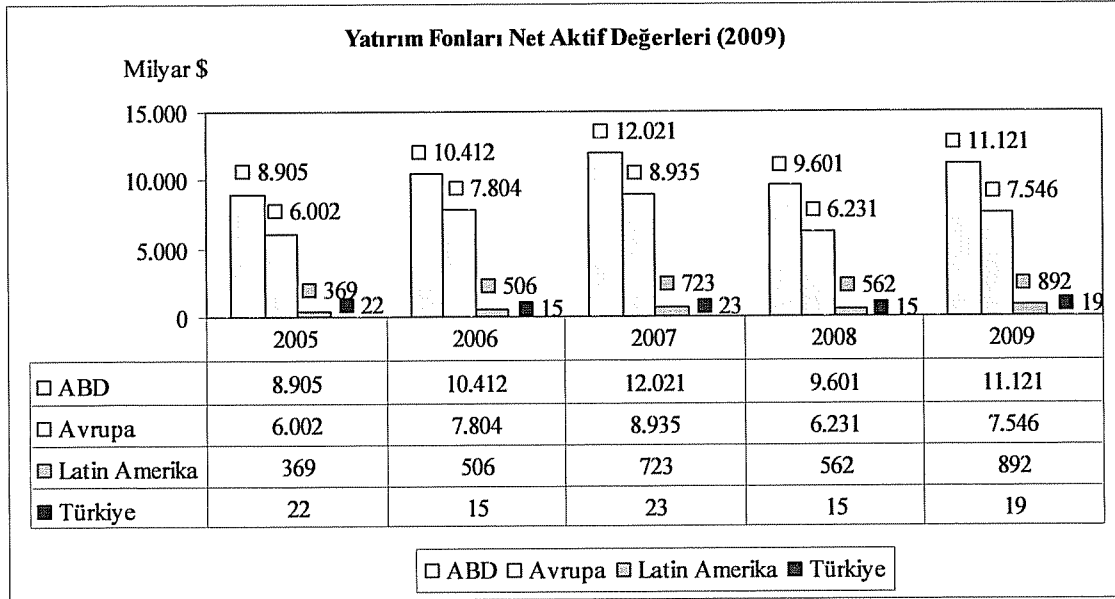
Uluslararası benzerleriyle kıyaslandığında örneğin Varga ve Wengert (2010) 2008 tarihli verileri baz alan çalışmalarında GSYİH'sının %30 büyüklüğüne sahip Brezilya yatırım fon pazarında sabit getirili yatırım fonlarının ağırlıklı olduğu görülmektedir.³¹ Brezilya'da Türkiye'de olduğu gibi sabit getirili enstrümanların ağırlığını devlet tahvilleri oluşturmaktadır. Ayrıca basit vergileme esaslarının yatırım fonlarında yer alması her iki ülke fon pazarının ortak özellikleri arasında yer almaktadır. Öte yandan ağırlıklı olarak ticaret bankalarının varlık yönetimi birimleri tarafından yönetilen yatırım fonlarında daha riskli ve özel yapıdaki yatırım fonlarının yönetimi ise bankacılık sektöründen ayrı serbest fonlar gibi özel fonlar tarafından yürütölmektedir. Finansal yenilikler ve risk algılamasındaki artışla birlikte söz konusu fonların ilgi

³⁰ SPK, **Aylık İstatistik Bülteni**, Temmuz 2009, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx>.

³¹ Gyorgy Varga ve Maxim Wengert, "The Growth and Size of The Brazilian Mutual Fund Industry", MPRA Paper, 16 Mart 2010, No. 21581, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/21581/>.

görmesi Brezilya fon pazarının gelişmesinde katkıda bulunarak Latin Amerika'nın en büyük yatırım fon pazarına sahip olmasında etkili olduğu ifade edilmektedir.

2009 yılı EFAMA verilerine göre Türkiye yatırım fon pazarı küresel yatırım fon pazarının ancak %0,1'ini oluşturmaktadır.³² ABD, Avrupa ve Arjantin, Brezilya, Kosta Rika ve Şili verilerini aldığımız Latin Amerika ise toplam yatırım fon pazarının sırasıyla %49'unu, %33'ünü ve %4'ünü oluşturmaktadır. Aşağıda Şekil 7 son beş yıla ait büyüklükleri göstermektedir. Gelişen piyasalar bazında bakıldığında Latin Amerika fon pazarının 2009'da bir önceki yıla göre %59'luk artışla tekrar hızlı bir toparlanma yaşadığı görülmektedir. Yine aynı şekilde Türkiye yatırım fon pazarı da 2009'da 2008'e göre %26'lık bir artış yaşamıştır.



Şekil 7. ABD, Avrupa, Latin Amerika ve Türkiye Fon Pazarları Net Aktif Büyüklüğü

Kaynak: EFAMA, Q4 2009 Supplementary Tables,

http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1173&Itemid=-99.

Yatırım fon pazarları büyüklüğünün ülke GSYİH verilerine oranını baz aldığımızda Türkiye fon pazarının hayli gerilerde kaldığını söyleyebiliriz. Aşağıda

³² EFAMA, "Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2009 and Results for the Full Year 2009", Quarterly Statistical Release, Mart 2010

Tablo 5'e göre söz konusu oran Türkiye için %4 iken ABD, Avrupa ve Latin Amerika için sırasıyla %78, %46 ve %30'dur. Latin Amerika ülkeleri incelendiğinde ise Brezilya %50, Şili %21, Meksika %8, Kosta Rika %4 ve Arjantin ise %1'lik oranına sahiptir. Finansal istikrarın kazanılması ve risk algılamasındaki artışla birlikte Türkiye'de yatırım fon pazarının gelişmeye açık bir pazar olduğu söylenebilir.

31.Ara.09	Yatırım Fon Pazarı Büyüklüğü/GSYİH
ABD	78%
Avrupa Bölgesi	46%
Latin Amerika*	30%
Türkiye	4%

* Latin Amerika ülkeleri olarak: Arjantin, Brezilya, Kosta Rika, Şili, Meksika

Kaynak: EFAMA

Tablo 5. ABD, Avrupa Bölgesi ve Türkiye'de Yatırım Fon Pazarı Büyüklüklerinin GSYİH Değerlerine Oranları (2009)

Kaynak: EFAMA, "Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2009 and Results for the Full Year 2009", Quarterly Statistical Release, Mart 2010.

Türkiye yatırım fon pazarı dikkate alındığında pazarın büyüklüğü SPK verilerine göre Şubat 2010 tarihi itibarıyla 39,5 milyar TL seviyesindedir.³³ Menkul kıymet yatırım fonları %76'luk paya sahipken, emeklilik yatırım fonları %24'lük paya sahiptir.

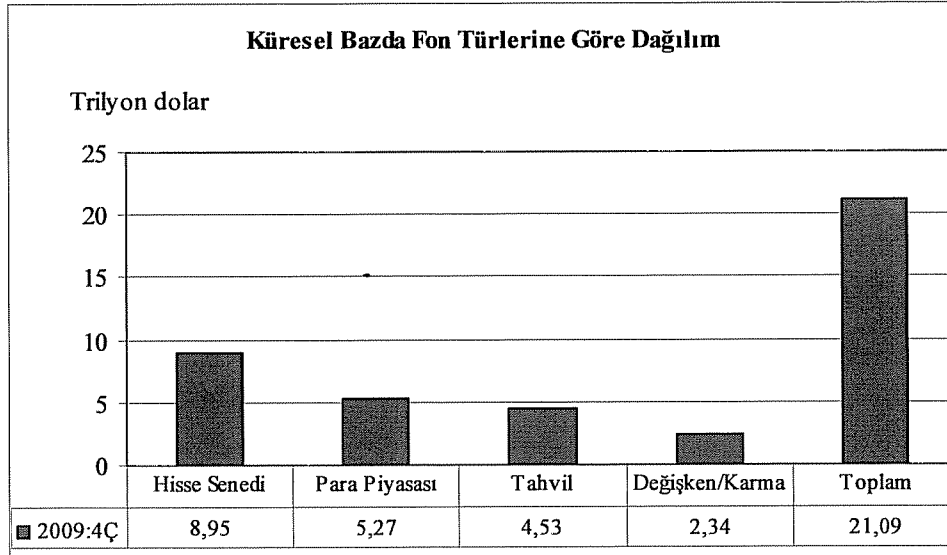
Aşağıda Tablo 6'da görüleceği üzere 1999 yılından 2010 yılı Şubat ayı sonuna kadarki SPK verilerine göre Türkiye'de menkul kıymet yatırım fonu ihraçlarının tamamına yakını B-tipi fon ihraçları oluşturmaktadır. B-tipi fonların portföylerinin %60'ını ters repo oluştururken %32'sini kamu borçlanma araçları oluşturmaktadır. Dolayısı ile yatırım fonu yatırımcılarının tamamına yakını daha az riskli olan likit fonlarda tasarruflarını değerlendirmeyi tercih etmektedir.

³³ SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Şubat 2010, <http://www.spk.gov.tr>.

Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Yıl Sonu İtibariyle Net Varlık Değerleri (Milyar TL)			
	A-Tipi	B-Tipi	Toplam
1999	0,3	0,9	1,2
2000	0,5	1,4	1,9
2001	0,6	4,2	4,8
2002	0,4	8,9	9,3
2003	0,7	19,1	19,9
2004	0,8	23,7	24,4
2005	1,0	28,3	29,4
2006	0,8	21,2	22,0
2007	0,9	25,5	26,4
2008	0,6	23,4	24,0
2009	1,0	28,6	29,6
Kaynak: SPK			

Tablo 6. Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Yıl Sonu İtibariyle Net Varlık Değerleri
Kaynak: SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

Küresel bazda yatırım fonları tiplerine baktığımızda ise Türkiye'den çok farklı bir tabloyla karşılaşmaktayız. EFAMA'nın 2009 4.çeyrek verilerine göre küresel bazda yatırım fonları türleri Şekil 8'de gösterilen bir dağılım sergilemektedir:

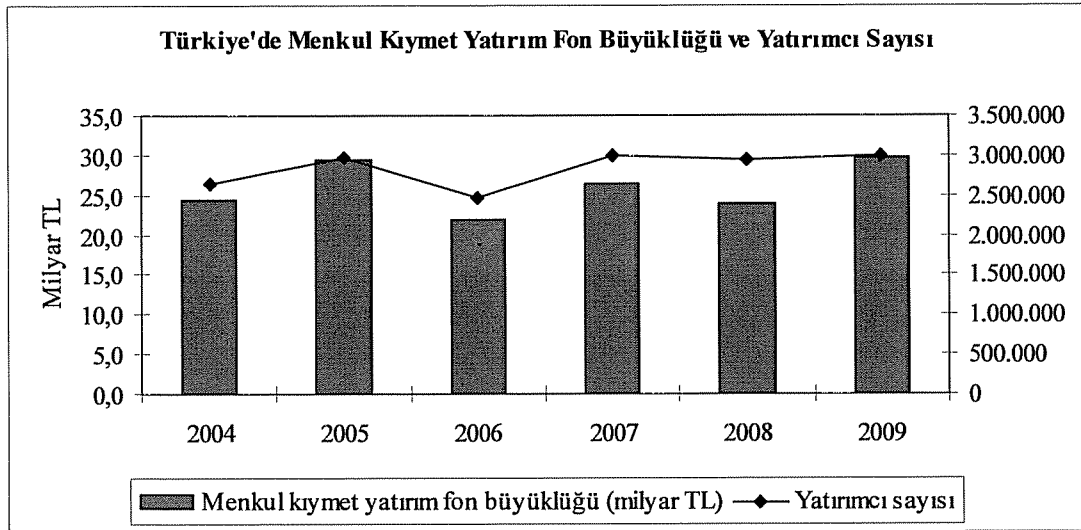


Şekil 8. Küresel Bazda Fon Türlerine Göre Dağılım

Kaynak: EFAMA, Q4 2009 Supplementary Tables,
http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1173&Itemid=-99.

Dünyadaki yatırım fonlarının %42'si hisse senetleri, %25'i para piyasası, %22'si tahvil, %11'i ise değişken ve karma tipli fonlardan oluşmaktadır.

Menkul kıymet yatırım fonlarında tasarruflarını değerlendiren yatırımcı sayısı dikkate alındığında son altı yılda çok büyük bir değişiklik görülmemektedir. Aşağıda Şekil 9 yıllar itibariyle menkul kıymet yatırım fon büyüklüğü ile yatırımcı sayısını göstermektedir.



Şekil 9. Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fon Büyüklüğü ve Yatırımcı Sayısı
Kaynak: SPK, Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına İlişkin Aylık İstatistikler, Aralık 2009,
<http://www.spk.gov.tr>.

Raporda yatırımcı sayısına yönelik olarak 2004 yılı öncesine ait bir veri yoktur. Son 6 yıldaki yatırım fonu müşteri sayısı çok fazla bir değişiklik sergilememiştir. 2009 sonunda 29,6 milyar TL seviyesindeki menkul kıymet yatırım fonlarında toplam 2.998.648 yatırımcı iştirak etmektedir.

Türkiye'de tasarrufların dağılımı ve yatırım fonları özelinde tasarruf sahiplerinin portföy tercihleri yerli yatırımcıların riskten kaçınan yabancı yatırımcıyı ise risk algılaması yüksek olarak sınıflandırmamıza olanak vermektedir. Türkiye'de yatırım

fon pazarı henüz küçük bir pazar olma özelliği ortaya koysa da düşük faiz ortamının korunması, finansal istikrar ve kalıcı toparlanma söz konusu sektörün büyümeye açık olduğunu göstermektedir. Yerli yatırımcıların giderek risk algılamasının artması öncelikle yatırım fonlarına yönelmelerini sağlarken daha yüksek getiri potansiyeline sahip ve anapara koruma garantisi veren koruma amaçlı fonlara yönelmeleri beklenebilir. Diğer yandan, henüz çok küçük bir pazar olan serbest yatırım fon pazarının ekonomik ve finansal toparlanma ve türev ürün pazarının gelişmesi ile birlikte büyümesiyle risk algılaması yüksek yabancı yatırımcılar bu pazara yönelebilir.

1.4.2.1.2 Koruma Amaçlı Fonlar

Yukarıda SPK mevzuatında yer alan yatırım fonları ile ilgili kısa bir bilgi sunduk. Görüleceği üzere sözkonusu yatırım fonları belirli periyotlarda değerlendirilmekte ve yatırımcı fon katılım paylarını fona iade ettiği takdirde belirli bir getiri garantisine sahip olamamaktadır. Türkiye’de SPK mevzuatına göre kurulmuş olan koruma amaçlı yatırım fonları yatırımcılarına belirledikleri zaman dilimleri için kısmen veya tamamen anapara garantisi vermektedirler. Fon izahnamelerinde yer aldığı üzere anaparanın belirtilen kısmının finansal piyasalarda yaşanabilecek olumsuzluklara paralel olarak her zaman korunmayabileceği yatırımcılara belirtilmektedir.

SPK mevzuatında yer aldığı üzere koruma amaçlı fonlar, yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesini sağlamaktadır. Uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlanması gerektiği ifade edilirken bu fonların şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar olduğu belirtilmektedir.

Türkiye’de mali sektörde yer alan koruma amaçlı fon pazarının Aralık 2009 itibarıyla yönettiği toplam net varlık büyüklüğü yaklaşık olarak 468 milyon TL’dir. Koruma amaçlı fon pazarı aynı dönemde 29 milyar TL seviyesindeki toplam menkul kıymet fon pazarının %1,6’lık payına sahiptir.³⁴

³⁴ SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

Faiz oranlarının uzun süre düşük seviyelerini koruyacağı beklentisi ışığında mevduatın ve devlet iç borçlanma senetlerinin cazibesini yitirip daha yüksek getirili yatırım araçlarına kayışın başlaması beklenebilir. Geçmişten bugüne incelendiğinde Türkiye fon pazarı yatırımcısının tamamına yakınının B-tipi fonları tercih etmesi risk algılamasının düşük olduğunu göstermektedir. Risk iştahının kalıcı olarak artması durumunda yatırım fonu yatırımcılarının alışkanlıklarında değişiklik görebiliriz. Anapara garantisi sunan koruma amaçlı fonlar bu noktada cazibe merkezi olabilirler.

Türkiye’de kurulmuş koruma amaçlı fonların internet sitelerinde halka duyurulan izahnamelerde yer alan fonun yatırım amacı ve portföy yönetim stratejileri bu fonların işleyişine yönelik ipuçları vermektedir.³⁵ Koruma amaçlı fonların asıl amacı sirkülerde belirtilen vade sonuna kadar katılma paylarını elinde tutan fon yatırımcısının anaparasının %100’ünü veya tamamına yakınına korumaktır. Bunun için fon portföyünün önemli bir kısmı İMKB’de işlem gören TL cinsi kısa vadeli hazine bonosu ve devlet tahvili veya bu kıymetlere dayalı ters repo sözleşmeleri gibi risksiz yatırım araçlarında değerlendirilmektedir.

Fakat koruma amaçlı yatırım fonu katılma paylarına sahip yatırımcılar anapara koruması haricinde yatırım portföy getirisine de iştirak veya katılım oranları ölçüsünde iştirak etmektedirler. Anapara korumasından bağımsız olarak fon portföyünün kalan kısmı için İMKB’de veya başka organize piyasalarda veya yurtiçi veya yurtdışında tezgah üstü piyasada işlem gören opsiyon sözleşmeleri gibi yüksek risk grubuna giren yatırım araçlarına yatırım yapabilmektedirler. SPK’nın yatırım fonlarına ilişkin mevzuatında da belirtildiği gibi koruma amaçlı fonlar portföylerine hem koruma hem de yatırım amaçlı olarak şu yatırım araçlarını alabilmektedirler: döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemleri. Bu yatırım araçlarının Türkiye’de likit olmamaları halinde ise fon portföyüne yurtdışında tezgah üstü piyasada işlem gören opsiyon ve vadeli sözleşmeler gibi riskli yatırım araçları da dahil edilebilmektedir.

³⁵ SPK, Koruma Amaçlı Yatırım Fonları, Sürekli Bilgilendirme, 2009, <http://www.spk.gov.tr/apps/kyd/sureklibilgilendirme.aspx?ctype=kayf>.

Koruma amaçlı fonların portföy stratejilerini fon kurucu veya yöneticisi fon içtüzüğünde belirlemek suretiyle uygulamaktadır. Kurallar izahname aracılığıyla kamuya duyurulmaktadır. Halen kurulu olan koruma amaçlı fonların büyük bir çoğunluğu getiri sağlamak amacıyla İMKB-30 endeksine dayalı opsiyon sözleşmelerine bir kısmı da Dolar/TL kuruna dayalı opsiyon veya vadeli işlemlere yatırım yapmayı tercih etmektedir.

Katılma pay sahipleri fon kurucusuna ve/veya fon portföy yöneticisine belirli bir oranda yönetim ücreti ödemektedir. Katılma paylarını vadesine kadar elde tutmak istemeyen yatırımcılardan ise erken çıkış ücreti alınmaktadır.

Öte yandan izahnamelerde de yer aldığı üzere yatırımcılara fonla ilgili her türlü bilgi verilmektedir. Özellikle fon katılma payına sahip olunmakla hangi risklerin üstlenileceği açıkça ve detaylı bir şekilde anlatılmaktadır. Hedeflenen anapara korumasından ve getiriden yararlanma koşulları, hangi yatırım araçlarının portföyde yer alacağı, portföyün yönetimi ve saklanması, fon yöneticileri hakkında bilgiler, katılma pay değerinin nasıl hesaplandığı, fondan tahsil edilecek harcamalar, kurucunun karşıladığı giderler, fonun vergilendirilmesi, katılma payı sahiplerinin hakları, tasfiye sonucuna iştirak, alım-satım talimatlarına ilişkin bilgiler gibi detaylar izahnamede yer alan bilgiler arasında yer almaktadır. Yatırımcıların bilgilendirilmesi ile yatırımcıların daha bilinçli yatırım yapmasına imkan sağlanmış olmaktadır.

SPK'nın Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetim Sistemlerine İlişkin İlkeler Duyurusu'nda da yer aldığı üzere koruma amaçlı fonlar portföy yönetim stratejileri gereği yatırım yaptıkları türev araçlara yönelik risklerinin ölçülmesi ve takibi amacıyla risk yönetim sistemini oluşturmaları zorunludur.³⁶ Duyuru'ya göre risk yönetim sistemi, fonun türev araç yatırım stratejisine, kullanılan türev araçların karmaşıklık ve risk düzeyine uygun olarak oluşturulmalı ve fonun iç kontrol sistemi ile bütünlük arz etmelidir. Oluşturulacak risk yönetim sisteminin, temelde, fonun risk profiline uygun risk yönetim tekniklerinin kullanılması suretiyle, fonun maruz kaldığı risklerin düzenli bir şekilde tespitini, ölçümünü ve kontrolünü içermesi gerekmektedir.

³⁶ SPK, "Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetim Sistemlerine İlişkin İlkeler Duyurusu", 28 Eylül 2007, 35/1012 sayılı Kararı, <http://www.spk.gov.tr>.

Portföye borsa dışından alınan türev araçlar nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski fon toplam değerinin %20'sini aşamaz sınırı getirilmiştir. Borsa dışında taraf olunan ters repo sözleşmeleri çerçevesinde karşı taraftan alınan ters repoya konu varlıklar ise Takasbank'ta fon adına açılmış bir hesapta saklanır.

Anapara koruma amaçlı fon portföylerinin ağırlıklı bir kısmının kısa vadeli yatırım araçlarına yatırım yapmaları sebebiyle yapı olarak Türk fon pazarı yatırımcı profiline hitap ettikleri söylenebilir. Düşük faiz ortamında mevduat, hazine bonosu, repo, devlet tahvili gibi yatırımlar yatırımcılara yüksek getiriler sunmamaktadır. Yatırımcılar ek getiri arayışında farklı yatırım araçlarına kaymaktadır. Hisse senedi, altın veya döviz riski almak istemeyen yatırımcılar anaparalarını koruyacak ve mevduat ve bono/tahvilden daha yüksek getiri sunan yatırım araçlarına yönelmeyi tercih edebilirler. Bunun ilk işaretleri olarak Haziran 2009'da 95 milyon TL net aktif değerine sahip pazarın 2009 sonunda 5 katına çıkarak 468 milyon TL büyüklüğüne ulaşmış olması verilebilir.

Geleneksel olarak risk algılaması düşük olan genel Türk fon pazarı yatırımcılarının alternatif yatırım araçlarına göre daha düşük risk potansiyeli sunan koruma amaçlı fonlara kayması olası gözükmemektedir. Artan ilgi, müşteri potansiyelinde artış sağlayabilir. Özetle, Türk fon pazarının büyümesinin koruma amaçlı fonların önderliğinde gerçekleşme ihtimali olduğu söylenebilir.

1.4.2.1.3 Serbest Yatırım Fonları

Serbest fonların temelleri ilk olarak 1949'da ortaya atılmıştır. 1949 yılında Fortune dergisinde "Fashions in Forecasting" başlıklı makalesinde uzun pozisyonlu bir portföyü kısa pozisyonlu bir portföyle birleştiren Alfred Winslow Jones ilk olarak hedging terimini finansal piyasalara kazandırmıştır.³⁷ Bundan sonra ilk kez 1966 yılında Fortune dergisinde yayımlanan "The Jones' That Nobody Can Keep Up With" başlıklı bir makalede³⁸ Jones'un finansal piyasalarda büyük performans gösteren stratejisi

³⁷ Stephen J. Brown, Hedge Funds: Omniscient or Just Plain Wrong, NYU Stern School of Business, 9 Mart 2001, <http://pages.stern.nyu.edu/~sbrown/omniscient.pdf>.

³⁸ Carol J. Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With," Fortune, Nisan 1966, s.237-247.

tanıtılmıştır.³⁹ Yüksek getiri arayışındaki yatırımcıların bu tür fonlara ilgi göstermesiyle serbest fon pazarı gelişim sürecine girmiştir.

İlk dönemlerde piyasalardaki çalkantılardan etkilenmemek için riskten korunmak amacıyla kurulan serbest fonlar günümüzde karışık yapıdaki yatırım stratejileri uygulamaktadırlar. Günümüzde serbest fonlar sadece riskten korunmak amacıyla yönetilen fonlar olarak nitelendirilmemektedirler. Serbest fonların uyguladıkları karmaşık portföy yönetim stratejileri sebebiyle kolay anlaşılabilirlikleri çoğunlukla mümkün olamamaktadır. Serbest fon yöneticilerinin gelişmiş risk ölçüm modelleri kullanmaları ve dinamik portföy yönetim stratejileri uygulamaları performanslarını artırmalarını sağlamaktadır.⁴⁰

Uluslararası uygulamalar dikkate alındığında genellikle ortaklık yapısına göre kurulan ve faaliyet gösteren serbest fonlarda portföy yöneticisi asıl ortak konumundayken yatırımcılar ise sınırlı ortaklar olarak ifade edilirler. Fon yöneticileri karmaşık yapıdaki yatırım stratejilerini yönetebilecek bilgi ve kabiliyete sahip, yüksek nitelikteki yöneticilerden oluşmakta ve yatırımcılarına dünya genelinde kıstas olarak kabul edilen endekslerin getirileri üzerinde getiriler kazandırmayı amaçlamaktadırlar. Bu amaç doğrultusunda esnek ve özgür hareket alanına sahip olmalarına izin verilen serbest fon yöneticileri gelişmiş portföy yönetim teknikleri uygulamakta ve yüksek seviyede matematiksel analizlere başvurmaktadırlar.

Serbest fonlar, diğer yatırım fonlardan farklı olarak, kuruldukları ülkelerdeki otoritelerce katı düzenleme ve denetime tabi tutulmamaktadırlar. Kendi içtüzüklerinde yer alan sınırlamalara göre istedikleri miktarda ve spekülatif amaçlarla türev ürünleri portföylerinde taşıyabilmekte, yatırım yapmak amacıyla kaldıraç etkisinden istedikleri ölçüde faydalanmak suretiyle borçlanabilmekte, açığa satış işlemlerini yine belirleyecekleri limitler dahilinde sınırsızca kullanabilmekte, arbitraj işlemleri yapabilmekte ve riskten korunmak amaçlarıyla yatırım yapabilmektedirler.

³⁹ RBC Global Services, Hedge Funds // Under Pressure, Eylül 2005,

<http://www.rbcdexia.com/documents/en/SpecialReports/Hedge%20Funds%20-%20September%202005.pdf>

⁴⁰ Martin Eling ve Roger Faust, "The Performance of Hedge Funds and Mutual Funds in Emerging Markets", Journal of Banking & Finance, Article in Press, 13 Ocak 2010, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

Serbest fonlar aktif portföy yönetim stratejisi uygulamakta ve maruz kaldıkları riskleri ileri risk yönetimi sistemleri uygulayarak ölçmekte ve yönetmektedirler. 2007 üçüncü çeyreğinde 2,7 trilyon ABD doları büyüklüğüne ulaşan serbest fon endüstrisi 2008 yaz aylarında patlak veren Kredi Krizi sonrasında 2008 yılsonunda 1,4 trilyon ABD doları seviyesine gerilemiştir. Toplam sektör büyüklüğü 2009 sonu itibariyle 1,6 trilyon ABD doları seviyesindedir.⁴¹

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar serbest fonlar olarak adlandırılmaktadır.⁴² SPK nitelikli yatırımcılar için şu sınıflandırmayı yapmaktadır: yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu SPK tarafından belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler. Şahıslar serbest fon kuramazlar.

SPK serbest yatırım fonlarının kuruluş şartlarını yine yatırım fonlarının kuruluş şartlarıyla aynı olarak belirlemiştir. Kurucu, fon kurmak için SPK tarafından ilan edilen fon kuruluşunda aranacak bilgi ve belgelerle birlikte SPK'ya başvurarak kuruluş izni alır. Fon kuruluşunda aranacak bilgi ve belgeler şu şekilde sıralanmaktadır:

- Fon kuruluşuna dair kurucunun yetkili organ kararının noter tarafından onaylanmış örneği;
- Kurucunun başvuru tarihi itibariyle ortaklık yapısı, genel kurulca onaylı son tarihli mali tabloları ve genel kurul toplantı tutanağı, bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloları, faaliyet raporu; kurucu yetkilileri, fon kuruluş üyeleri ve denetçinin imza sirküleri;

⁴¹ HFR, "Investors Return To Hedge Fund Industry As A New Model Emerges", 20 Ocak 2010, https://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20100120.pdf (16 Mart 2010).

⁴² SPK, "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ", Seri: VII, No: 29, 22 Eylül 2006, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_4/4_7_1_1_SeriVII_No10.pdf (16 Mart 2010).

- Kurucu yetkililerinin müflis olmamaları ve yüz kıyartıcı suçlar sebebiyle veya kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılık sebebiyle mahkumiyet kararlarının bulunmamış olması ve malvarlığı değerlerini aklama suçundan ve terörün finansmanı suçundan mahkum olmamış olmalarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları;
- Fon kurulu üyelerinin ve fon denetçisinin sermaye piyasası faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları ve özgeçmişleri ve son olarak
- Kurul'ca istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.

Fon kuruluşunda aranacak asgari fon tutarı 100.000 TL'den az olamaz ve bu tutarın her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranı dikkate alınarak belirlenmektedir.

Fonların kuruluş aşamasında fon katılma belgelerinin ihracı ve kayda alınması için Kurul'a kayıt başvurusunda bulunmak gerekmektedir. Öncesinde fon içtüzüğünün, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde (TTSG) ilan edilmiş olması ve fon kurulu üyeleri ve denetçisinin atanmış ve fon biriminin oluşturulmuş olması gerekmektedir. Bu şartı sağlayan fon kurucusu fon içtüzüğünün tescilinden itibaren en geç üç ay içinde katılma belgelerinin kayda alınması için Kurul'a başvuruda bulunması gerekmektedir. Serbest yatırım fonlarının kuruluş ve kayda alınma başvuruları birlikte değerlendirilmemekte ve sonuçlandırılmamaktadır.

Serbest fonların içtüzük ve izahname düzenleme esasları Kurul'ca belirlenmektedir. İzahnamenin tescil ve TTSG'nde ilanını takip eden 10 iş günü içinde serbest yatırım fonu katılma paylarının nitelikli yatırımcılara satışına başlanmaktadır. TTSG'nde ilan edilen izahname satış yapılan nitelikli yatırımcılara iadeli taahhütlü olarak posta yoluyla gönderilmektedir.

Serbest yatırım fonlarında izahnamede belirtilen hususlarda yapılacak ve yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek önemli değişiklikler olduğu takdirde

yürürlüğe giriş tarihinden en az 30 gün önce katılma payı sahiplerine iadeli taahhütlü olarak izahnamede yapılacak bu değişikliklerin postayla bildirilmesi gerekmektedir.

Serbest yatırım fonlarının halka arzına veya satışına ilişkin olarak ilan ve reklam verilememektedir.

SPK, serbest yatırım fon katılım paylarının nitelikli kişilere satılmaları konusunu şart koşmakta ve fona ilişkin bilgilerin kamu tarafından paylaşılmamasını istemektedir. Bir başka ifadeyle fona ait olan bilgilere ulaşabilme imkanı sağlayan şeffaflık özelliği serbest fonlarda bulunmamaktadır.

Serbest fonların pay fiyatları en az ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır. Serbest fonların içtüzüklerinde katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir. Serbest fon yatırımcıları uluslararası uygulamalarda da olduğu gibi her an yatırımlarının değerini bilememektedirler. SPK serbest fon yatırımcılarının sahip oldukları payların fona iadesini en az 1 ay olarak belirleyerek serbest fonları bu sürenin belirlenmesi konusunda özgür bırakmıştır.

SPK serbest fonların katılma paylarına borsada işlem görme yasağı getirmiştir. Serbest fon yatırımcıları sahip oldukları payları sadece fona iade edebilmektedirler. Serbest yatırım fonlarının katılma paylarından fona geri dönenler içtüzükte belirlenen nitelikli kişilere satılabilmektedir.

Fon içtüzüğünde hüküm bulunmak ve kuralları belirlenmiş olmak koşuluyla katılma paylarının tasarruf sahipleri tarafından alım ve satımlarında komisyon uygulanabilmekte ve elde edilecek komisyon tutarı fona, kurucuya, yöneticiye veya katılma paylarının alım satımına aracılık eden kuruluşlara gelir olarak kaydedilmektedir. SPK, serbest fon yöneticilerini söz konusu komisyonun belirlenmesi konusunda özgür bırakmıştır.

Serbest fonların katılma paylarının satışına aracılık edecek kurumlar bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli istihdam etmeleri gerekmektedir. Fon satışları satış personeli tarafından gerçekleştirilmektedir. Serbest fonların katılma

paylarının alım satımı konusunda yetkilendirilecek olan kuruluşlar, satış yapılacak olan yatırımcıların nitelikli yatırımcı vasıflarına sahip olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlü tutulmuşlardır.

SPK, serbest fonları yatırım fonlarına ilişkin portföy sınırlamalarından muaf tutmuştur.

Serbest fonların hangi yatırım araçlarına ve türev ürünlere yatırım yapabilecekleri şu şekilde sıralanmaktadır:

- Serbest fonlar portföylerine riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerini dahil edebilmektedirler.
- Katılma belgeleri geri dönüşlerinde oluşan nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla, portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek menkul kıymetleri, İMKB repo ve ters repo piyasasından repo yapabilirler.
- Fon hesabına kredi alabilirler.

Serbest fonlar yukarıda belirtilen işlemleri, SPK'nın yatırım fonlarına ilişkin sınırlamalara tabi olmaksızın, fon içtüzüklerinde yer alacak yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde gerçekleştirebilmektedirler. Serbest fon yöneticileri yatırım stratejileri ve limitleri konusunda kendi kurallarını kendileri belirlemektedirler. Kredi almalarına yönelik kuralları her ne kadar kendileri belirlese de kredi kullanılacak başta bankalar olmak üzere finansal aracılardan kredi politikalarıyla uyumları gerekmektedir. Bu da SPK'nın serbest fonları stratejilerini belirleme de her ne kadar özgür bıraksa da bu kurallar fonun çalıştığı banka ve diğer finansal aracılardan politikalarıyla sınırlı olmaktadır.

Serbest fonlar periyodik raporlar kapsamında aylık ve yıllık olarak rapor düzenleyebilmektedirler. Serbest fonlar, günlük rapor hazırlama yükümlülüğünden muaf tutulmuşlardır. Yıllık rapor, bir önceki yıla karşılaştırmalı olarak hazırlanmış, bağımsız denetimden geçmiş fon bilanço ve gelir tabloları ile fon portföy değeri ve fon

toplam değeri tablolarını içermeli ve rapora dönem içindeki gelişmeleri açıklayan bilgiler eklenmelidir. Hazırlanan yıllık rapor, her hesap döneminin bitimini takip eden 3 ay içinde Kurul'a gönderilmelidir.

Yatırım fonlarından farklı olarak serbest fonlara ilişkin bağımsız denetim raporları gazetelerde ilan edilemezler. Söz konusu bağımsız denetim raporları katılma payı sahiplerine 15 iş günü içinde iadeli taahhütlü olarak postayla gönderilmelidir.

Serbest fonlar, ara mali tablolarını bağımsız denetimden geçirmek, Kurul'a göndermek ve ilan etmeye yönelik hükümlerden muaf tutulmuşlardır.

Serbest fonlara ilişkin olarak her ne suretle olursa olsun reklam ve ilan verilememektedir.

Serbest fonlar sadece katılma pay sahiplerine yönelik bilgilendirme yapmaktadırlar. Açıklık ilkesi doğrultusunda hareket edememektedirler. Sadece yıllık raporların denetime tabi tutulmaları da diğer yatırım fonlarına yönelik denetim mekanizmasından ayrı bir kategoride değerlendirildiklerini göstermektedir.

Risk yönetimi sistemleriyle ilgili olarak SPK serbest yatırım fonlarının portföy yönetim stratejileri doğrultusunda türev araçlara yatırım yapmaları halinde söz konusu türev araçlardan kaynaklanan risklerinin ölçülmesi ve takibi amacıyla risk yönetim sistemini oluşturmalarını istemektedir.⁴³ Fon stratejisinin risk düzeyine göre sınıflandırılmasıyla birlikte (düşük-orta-yüksek seviyede risk) risk düzeyine göre türev aracın kullanım amacına göre hangi araçların kullanılacağı ve bu araçlara yönelik risk yönetim sürecinin oluşturulması gerekmektedir. Oluşturulacak risk yönetim sisteminde serbet yatırım fonunun risk profiline uygun risk yönetim teknikleri kullanılmalı ve fonun maruz kaldığı riskler düzenli bir şekilde tespit edilmeli, ölçülmeli ve kontrol edilmelidir.

⁴³ SPK, "Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetim Sistemlerine İlişkin İlkeler Duyurusu", (35/1012 S.K.), 28 Eylül 2007, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=180>.

SPK, hangi türev aracın kullanılacağı ve bu türev aracın kullanımı ile maruz kalınacak riskleri belirlemek amacıyla hangi risk yönetim sürecinin oluşturulacağı konusunda serbest yatırım fonlarına yol gösterici olmaktadır. Buna göre:

- Düşük risk seviyesine sahip fon stratejisi için pozisyon riskinin azaltılması yönündeki stratejinin uygulanırılığı sürekli olarak izlenmeli,
- Orta risk seviyesine sahip fon stratejisi için portföyün vadesine uygun bir dönem için tarihsel simülasyonlar ve senaryo analizleri yapılmalı,
- Yüksek risk seviyesine sahip fon stratejisi için RMD tabanlı bir risk ölçüm modeli ve stres testleri yapılmalıdır.

Türev araçların sadece yatırım amacıyla alınmaları halinde bu şartlara uyulması zorunlu tutulmuştur. Korunma amaçlı alınan türev araçlar için şartlara uyma zorunluluğu yoktur.

Serbest yatırım fonları portföylerindeki türev araçlar nedeniyle maruz kalacakları risklere ilişkin limitleri kendi fon içtüzüklerinde belirlemelidirler. Limitlere uyumun sağlanmasına yönelik alınacak tedbirler ise fon kurulu tarafından yürütülmelidir.

SPK'nın serbest yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelerini genel olarak değerlendirdiğimizde diğer yatırım fonlarına kıyasla özgür bir işleyişe sahip olduklarını görmekteyiz. Fon yönetim politikalarını, stratejilerini, bunlara yönelik limitleri, yatırım amacıyla portföylerinde yer alan yatırım araçlarına dair maruz kaldıkları riskleri ölçmek ve yönetmek konusunda serbest fonlar kendi kurallarını kendileri belirlemektedirler. Bu kuralların yazılı hale getirilmesi gerekmektedir. İleri portföy yönetim teknikleri kullanmaları ve etkin risk yönetimi modelleriyle desteklemeleri konu hakkında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip iş gücünü sağlamalarını zorunlu kılmaktadır. Portföy yatırım stratejilerinde sadece organize piyasalarda işlem gören yatırım araçları değil yapılandırılmış ürünleri de kullanabilmektedirler. Bu, serbest fonlara yönelik olarak özellikle bankaların yeni ürün geliştirme konusunda ilerlemelerine katkı sağlayabilir bir özelliktir. Komisyon ücretlerini belirlemede özgür bırakılan serbest fonların bankalar tarafından geliştirilecek yeni ürünlere yatırım yapmaları halinde bankaları gelirlerine

ortak edebileceklerdir. Öte yandan serbest fonlar kamuyu aydınlatmaya yönelik ilan ve duyurularda bulunamazlar.

Türkiye’de serbest fon pazarında hem rekabetin artması hem de yeni finansal ürünlerin geliştirilmesi sağlam ve sağlıklı denetim ve gözetim mekanizmasına sahip bankacılık sektörümüzle birleştiğinde yüksek miktartlı tasarruflar Türkiye serbest fon pazarına kazandırılabilir.

Düşük faiz ortamında, finansal ve ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte, bankaların kredi plasmanlarında artış yaşanabilir. Kredi portföylerini iyi yöneten bankalar maruz kalacakları riskleri de azaltmak veya yok etmek adına iyi fiyatlandırma mekanizmasına sahip krediye dayalı türev ürünler geliştirebilirler. Sağlam bir risk yönetimi altyapısına sahip bankaların krediye dayalı türev ürünlerinden iyi getiriler sağlamaları ve yeterince likit olmaları halinde bu ürünleri satabilecek serbest fonlar bulmakta zorluk çekmeyebilirler.

Sağlıklı bir altyapı ile birlikte, düzenli denetim ve gözetim, serbest fon yöneticilerinin disiplinli ve kurallara uygun olarak hareket etmesinin sürecin hızlanmasında etkili olması beklenebilir. Bu süreci neler uzatabilir, serbest fonların gelişmiş bir pazar oluşturmaya yönelik ne gibi fırsatlar ve öte yandan ne gibi engeller var belirlemeye çalışalım:

- Türkiye’de serbest fon yönetecek yöneticilerin ve istihdam edilecek çalışanlarının öncelikle yeterli tecrübe ve bilgi seviyesine, sağlıklı fiyatlama yapabilecek altyapıya ve pozisyonlarına dair riskleri ölçme ve yönetme yetisine sahip olmaları gerekmektedir. Tecrübesizlik, yetersiz altyapı, sağlıklı fiyatlama yapılamaması veya sağlıksız çalışan bir risk modeli ciddi zararlar doğurabilir.
- Hem düşen hem de yükselen piyasalarda para kazanmayı amaçlayan serbest fon yöneticilerinin gelişmiş kantitatif modellemelere sahip olmalıdırlar. Böylece yüksek getiri arayışlarını hızlı ve sağlıklı bir şekilde sürdürebilme imkanına sahip olabilirler. Yetersiz bir model yanlış alım-satım sinyalleri vererek portföy stratejilerinin düzgün çalışmamasına ve müşteri kaybına

sebebe olabilir. Halbuki, serbest fon pazarının gelişimi çok sayıda nitelikli yatırımcıların katılımıyla mümkün olabileceği söylenebilir.

- Serbest fonların ünü nitelikli yatırımcılar için önemlidir. Düzenli ve istikrarlı getiri sunan serbest fonların daha çok tercih edildiği görülmektedir. Fakat LTCM gibi Nobel ödülü almış ekonomistler tarafından yönetilmiş ve uzun dönem yüksek getiriler sunması sonrasında yüksek kaldıraç getirdiği olumsuz sebeplerle iflas eden serbest fonların vak'a analiz örneklerinin incelenmesi, ne gibi yanlışlıkların yapıldığı, bunların tekrar edilmemesi gibi derslerin çıkarılması gerekmektedir. Her zaman yüksek getiri sağlaması demek serbest fonların varlıklarını uzun süre koruyabilecekleri anlamına gelmemektedir. Türkiye'de disiplinli çalışma sergileyen serbest fonlar istikrarlı getiriler sağlaması takdirde müşteri potansiyellerini artırabilirler. Bu da serbest fon piyasasının hızlı olmasa da daha yavaş bir süreçte gelişeceğine işaret etmektedir.
- Serbest fonların gelişiminde en önemli katkılardan biri de yeterli ürün çeşitliliğinden gelmesi beklenebilir. Bu noktada bankaların katkısının önemli olabileceği söylenebilir. Türkiye'de SPK serbest fonların kaldıraç imkanına sınırlayıcı düzenleme getirmiştir. SEC, serbest fonlarda kaldıraç oranını sınırlayan düzenleme çalışmalarını sürdürmektedir. SPK'nın yaptığı bu düzenleme önemli ve yerindedir. Bankaların BDDK düzenleme ve denetimine tabi olmaları serbest fonların bankalardan borçlanma imkanına çift yönlü bir sınırlama getirmektedir. Bu da Türk bankaları için bir güvence kaynağıdır. Düşük faiz ortamının istikrarlı bir yapıya kavuşmasıyla birlikte bankaların kredi plasmanında artış beklenebilir. Kredi portföylerini hem stratejik hem de risk profili açısından iyi yönetebilen bankalarımızın derinliği yüksek ucuz maliyetli krediye dayalı yapılandırılmış ürünler sunmaları serbest fonları getirilerini artırabilecek bu ürünlere yatırım yapmaya yönlendirebilir. Ayrıca kaldıraçlı ürün geliştirmeye yönelik atılımlar da bankaların ürün yelpazesini artırmaya katkıda bulunabilir. Bu noktada bankalarımızın altyapılarını sağlıklı ve güncel olmasını sağlamaları fayda sağlayabilir. Aksi takdirde serbest fonlarla yapacakları işlemlerden zarar etme ihtimalleri yüksektir.

- Serbest fonların gelişiminde yatırımcılara yönelik güven olgusunun aşılması ve kalıcı bir nitelikli müşteri potansiyelinin sağlanması önemlidir. SPK tarafından konulacak kuralların harfiyen uygulanması işleyişin sağlıklı sürdürülmesine katkı sağlayabilir.
- Hem serbest fon yöneticilerinin hem de banka yöneticilerinin etkin bir kontrol ve denetim sistemiyle faaliyetlerini yürütmeleri serbest fon pazarının gelişmesi ve büyümesinde etkili olurken potansiyel zararların da önüne geçilmesi sağlanabilir.

Düşük faiz ortamıyla birlikte finansal piyasalarda sağlanacak istikrar yüksek getiri arayışına sahip müşteri potansiyelinin artmasında etkili olabilir. Türkiye’de nitelikli yatırımcılar ve yabancı yatırımcılar düşük faiz ortamında yüksek getiri arayışı ile serbest fonlara kayabilir. Sağlam temellere sahip Türk bankacılık sisteminin sunacağı ürün yelpazesi ile serbest fonlara yönelik bilinçli bir müşteri altyapısı oluşturulabilir. Bu konuda SPK ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin (TKYD) ortak çalışmaları serbest fon pazarının gelişmesinde önemli katkı sağlayabilir.

1.4.2.2 Yatırım Ortaklıkları Ve Düzenlemeleri

Sermaye piyasası kurumları arasında yer alan yatırım ortaklıkları SPK’nın yayımladığı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde (Seri: VI, No: 4) tanımlanmıştır.⁴⁴ Tebliğ’in ilgili maddesine göre yatırım ortaklıkları, anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan ve amacı sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek olan kurumlardır. Yatırım ortaklıkları, esas sözleşmelerinde portföy yatırım politikaları ve ilkelerini belirlemiş olmaları gerekmektedir. Türkiye’de 2009 Haziran sonu itibariyle yatırım ortaklıklarının büyüklüğü 4.9 milyar TL seviyesindedir (GSYİH’nın %2’si).⁴⁵

Temel işlevi portföy işletmeciliği olan yatırım ortaklıkları oluşturdukları ortaklık portföyünü riskin yayılımı ilkesine göre yönetmek suretiyle sermaye piyasası

⁴⁴ SPK, “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4)”, Resmi Gazete, 21301, 31 Temmuz 1992, <http://www.spk.gov.tr>.

⁴⁵ SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Haziran 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

ile ilgili gelişmeleri takip ederek portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yaparlar. Gerekli görünen şartlarda yatırım ortaklıkları ortaklık portföyünde değişiklik yapabilmektedirler. Yatırım ortaklıkları riskten korunmak ve/veya yatırım yapmak amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçlarına dayalı opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemleri yapabilirler. Bu noktada SPK bir sınırlama getirerek vadeli işlem sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarının portföyün net aktif değerini aşamaz hükmüne Tebliğ’de yer vermiştir. Ayrıca portföye alınan vadeli işlem sözleşmelerinin yatırım ortaklığının yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olması zorunluluğu da Tebliğ’de yer almaktadır.

Yatırım ortaklıkları yukarıda sayılanlar haricinde ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar, mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar, ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar ve aracılık faaliyetinde bulunamazlar.

Yatırım ortaklıkları ortaklık portföyünü iç bünyesinde oluşturulacak birimde yetkilendirilecek uzmanlar tarafından yönetebilecekleri gibi, esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve yönetim kurulunca karar alınması kaydıyla, SPK tarafından yatırım danışmanlığı hizmeti vermek üzere yetkilendirilmiş bir kuruluştan, ortaklık portföyünün yönetimi konusunda danışmanlık hizmeti alabilmektedirler.

Yatırım ortaklıkları faaliyetlerini en etkin bir biçimde yürütebilmeleri amacıyla elverişli bir mekâna, organizasyon yapısına, yönetici kadroya, uzman personele ve donanımına sahip olması gerekmektedir.

Yukarıda ilgili tebliğlerde yer aldığı üzere yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasında bazı temel farklılıklar mevcuttur. Bu farklılıkların başında hukuki yapılarındaki farklılık yer almaktadır. Yatırım fonları bir tüzel kişi tarafından kurulan bir mal varlığıyken yatırım ortaklıkları anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumlarındandır. Ayrıca yatırım fonları kurucuları arasında bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun’un geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan

sandıklar yer alırken yatırım ortaklıklarının kurucuları için belli bir sınırlama aranmazken ilgili Tebliğ’de yer alan şartları sağlamaları şart koşulmuştur. Yatırım fonu katılma belgeleri fon kurucuları tarafından alınıp satılırken yatırım ortaklığı hisse senetleri yetkili kurumlar aracılığıyla organize piyasalarda alınıp satılabilmektedirler.

1.4.2.3 Portföy Yönetim Faaliyeti Düzenlemeleri

Sermaye Piyasası Kurulu Seri V, 59 numaralı Portföy Yönetim Şirketi, Portföy Yöneticiliği Faaliyeti ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği’nde bu konularla ilgili hükümleri yayımlamıştır.⁴⁶ Portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak isteyen portföy yönetim şirketleri Sermaye Piyasası Kanunu’nda ve yukarıda adı geçen Tebliğ’de yer alan şartları sağladıkları takdirde Kurul’dan yetki belgesi almak kaydıyla faaliyetlerine başlayabilmektedirler. Söz konusu şartlar arasında portföy yönetim şirketinin anonim ortaklık şeklinde kurulması; kurucularının portföy yönetim şirketi kurucusu ve ortağı olmanın gerektirdiği mali güç, itibar ve yeterli tecrübeye sahip olmaları; ödenmiş sermayesinin 250.000 Yeni Türk lirasından az olmaması, şirketin portföy saklama hizmeti alınması planlanan kuruluşu ve bu kuruluşun gerekli nitelikleri taşıdığını tevsik edici bilgi ve belgeleri Kurul’a iletmesi zorunludur.

Tebliğ’de yer alan tanıma göre portföy yöneticiliği, sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile Kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemler olarak ifade edilen finansal varlıklardan oluşan portföylerin, müşteri adına, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

1.5 UCITS III Direktifinin Türkiye’ye Uyarlanabilirliği Ve Türk Mali Piyasasına Olası Etkileri

Çalışmamızın bu aşamasına kadar Türkiye’de yatırım fonları düzenlemeleri ve AB’de sınırötesine pazarlanabilme kabiliyetine sahip UCITS fonları araştırıldı. SPK, AB’ye tam üyelik çerçevesinde sermaye piyasasına ilişkin mevzuatın AB’ye uyumlaştırılmasına ve UCITS benzeri fonların Türkiye’de kurulabilmesine yönelik

⁴⁶ SPK, “Portföy Yönetim Şirketi, Portföy Yöneticiliği Faaliyeti ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 59)”, Resmi Gazete, 25000, 21 Ocak 2003, <http://www.spk.gov.tr>.

alışmalarını sürdürmektedir. Aşağıdaki bölümlerde bu yeni aılımin Türkiye Fon Pazarına etkisi tartışılacaktır.

Öncelikle SPK mevzuatı ile UCITS Direktifleri arasındaki farklılıkları özetlemeye, sonraki bölümde ise UCITS Direktiflerine benzer hükümlerin SPK mevzuatında yer almasıyla birlikte Türk Fon Pazarı'nda nasıl bir etkiye sahip olabileceğini anlamaya çalışacağız.

1.5.1 SPK Mevzuatı İle UCITS Direktifleri Arasındaki Farklılıklar

Çalışmamızda elde ettiğimiz bulgular ışığında SPK mevzuatı ile UCITS Direktifleri arasındaki farklılıklar şu şekilde sıralanabilir:

- Türkiye'de yatırım fonları sadece ülke sınırları içinde kurulmakta, yönetilmektedir. UCITS fonları ise AB ye ülkeleri arasında ülke sınırı olmaksızın kurulabilmekte, yönetilebilmekte ve katılma payları pazarlanabilmektedir.
- UCITS fonlarının birim-sahiplerinin talep etmesi halinde birimlerinin itfası veya geri alımı mümkündür. SPK mevzuatı gereği Türkiye'de yatırım fonu katılma belgeleri fona geri satılıp nakde dönüştürülebilmekte fakat katılma belgesi sahibinin talebi ile yatırım fon katılma belgelerinin itfası mümkün olmamaktadır.
- Türkiye'de yatırım fonları kurucularına yönelik olarak SPK sınırlama getirmiştir. Buna göre Türkiye'de bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları, 506 sayılı Kanun'un geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yer alan hükümlere kayıtlı kalmak şartıyla ve belirtilen nitelikleri taşımaları halinde SPK'dan izin almak suretiyle yatırım fonu kurabilmektedirler. Buna karşın UCITS Direktiflerinde kuruculara yönelik bir sınırlama yoktur.
- SPK mevzuatı gereği Türkiye'de yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri ile Kurul'dan izin almak kaydıyla gerekli nitelikleri sağlayan aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından yönetilmektedirler. UCITS

Direktifleri hükümlerine göre UCITS fonları ise sadece esas faaliyet alanı kolektif portföy yönetimi olan yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedirler.

- Türkiye’de portföy yönetim faaliyetinde bulunacak şirketlerin başlangıç sermayeleri en az 250.000 Yeni Türk Lirası olarak belirlenmiştir. UCITS III Yönetim Direktifine göre ise UCITS fonlarının yönetimini üstlenecek olan yönetim şirketinin başlangıç sermayesi en az 125.000 Euro olmalıdır. SPK tarafından ilan edilen başlangıç sermayesi yaklaşık olarak UCITS Direktifleriyle uyumludur.
- UCITS III Yönetim Direktifine göre, yönetim şirketinin varlıkları 250 milyon Euro’yu aştığı takdirde yönetim şirketine aşım miktarının %0,02 oranında ek kaynak aktarılması gerekmektedir. Yönetim şirketinin başlangıç sermayesi ve ellerinde bulundurdıkları kaynakların toplamı, en fazla 10 milyon Euro ve en az bir önceki yılın sabit genel giderlerinin dörtte biri (13 haftalık giderler) kadar olmalıdır. Türkiye’de ise portföy yönetim şirketinin varlıkları toplamı 125 milyon TL’yi aşarsa, portföy yönetim şirketi aşan kısmın %0,02’si kadar ek kaynak aktarmak durumundadır.
- Türkiye’de portföy yönetim şirketi, portföy saklama hizmeti alınması planlanan kuruluşu ve bu kuruluşun gerekli nitelikleri taşıdığını gösteren bilgi ve belgeleri SPK’ya iletmek zorundadır. Yatırım fonu portföyündeki varlıkların saklanması ilişkin sözleşmenin esasları Takasbank tarafından belirlenir. Fon portföyündeki varlıkların SPK tarafından belirlenmiş bir kuruluştaki saklanması halinde buna ilişkin sözleşme esaslarını SPK belirler. Yine aynı şekilde UCITS Direktifleri gereği, UCITS fonları sahip oldukları varlıkların saklanması amacıyla bir emanetçi şirketi yetkili kılmak zorundadır.
- Saklama faaliyeti Türkiye’de iki farklı kurum tarafından yerine getirilmektedir. Yatırım fonlarına ait payların saklanması faaliyeti Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kaydi olarak yürütülmektedir. Yatırım fonlarının portföyünde yer alan varlıklar ise Takasbank nezdinde saklanmaktadır. UCITS Direktifleri hükümlerine uygun olarak faaliyet gösteren saklama

kuruluşlarından farklı olarak Türkiye’de faaliyet gösteren Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Takasbank faaliyetlerini yerine getirirken sadece söz konusu pay ve varlıkların saklanması işlevlerini gerçekleştirmekte fakat bunların günlük olarak değerlendirilmesi, payların ihracı ve geri alımı ile ilgili işlemleri yürütmemektedirler.

- Türkiye’de yatırım fon paylarının alım satımına aracılık eden kuruluşlar arasında sadece banka ve aracı kurumlar yer almaktadır. UCITS Direktifleri bu konuda portföy yönetim şirketlerini de yetkili kılmaktadır.
- Ayrıca UCITS Direktifleri kapsamında ortaya konan basitleştirilmiş ve kapsamlı tanıtıcı dokümanlar kamuoyunu detaylı olarak aydınlatıcı niteliktedir. Türkiye’de ise izahnameler yoluyla kamuoyu aydınlatılsa da çok detaylı bir bilgilendirme işlerlik kazanmış durumda değildir.

UCITS fonları ve Türkiye’deki yatırım fonlarının düzenleme esasları arasında AB pasaportu dışında çok önemli farklılıklar olmadığı görülmektedir. SPK AB’ye uyum çerçevesinde yatırım fonlarına yönelik yeni düzenlemelere gitme çalışmalarını tamamlama aşamasına gelmiştir. AB Üye Ülkeleri arasında süregelen uygulama farklılıkları olduğu için SPK düzenlemelerinin hangi uygulama esaslarını içereceği önemli bir konudur. Bir sonraki bölümde UCITS Direktiflerinin Türkiye’ye uyarlanabilirliği konusu incelenecektir.

1.5.2 UCITS Direktiflerinin Türkiye’ye Uyarlanabilirliği, Bankacılık Sektörüne Olası Etkileri

Türkiye’de SPK, AB’ye üyelik çerçevesinde, sermaye piyasası ile ilgili mevzuatta değişiklikler öngören tebliğler yayımlamaktadır. Yayımlanan tebliğler AB’ye giriş sürecinde UCITS Direktiflerine uyum sağlayan hükümleri de içermekte ve böylece de Türkiye’deki fon pazarının rekabet gücünün artmasına katkıda bulunarak daha geniş yatırımcı kitlesine iyi ve kaliteli hizmet sunan bir endüstri yaratmayı amaçlamaktadır. Bu konuyla ilgili çalışmalarını sürdüren SPK tebliğ tasarımları yayınlayarak kamuoyu görüşünü almaktadır.

AB'ye üyelik hazırlıkları aşamasında SPK Türkiye'de UCITS Direktiflerine uygun fonların kurulabilmesi amacıyla hazırlıklarını sürdürmektedirler. SPK en son Ağustos 2006'da UCITS Direktifi ile uyumlu fonların ülkemizde de kurulabilmesi için bir tebliğ taslağı yayınlamıştır.⁴⁷ Taslakta yer alan yenilikler şu şekilde sıralanmaktadır:

- açık uçlu fon yapısı, yatırım yapılabilecek araçların genişletilmesi,
- yatırım sınırlamalarında UCITS Direktiflerine uyum, daha etkin bir risk yönetim uygulamaları,
- portföy saklama kuruluşları,
- kamuyu aydınlatma dokümanlarında UCITS Direktiflerine uyum,
- değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının düzenlenmesi.

SPK konuyla ilgili olarak yeni düzenlemelerin Türkiye'deki fon pazarına nasıl etkilerde bulunabileceğine yönelik şu görüşlere yer vermiştir:

- sektöre girişlerin kolaylaşması ile birlikte rekabet, hizmet kalite ve çeşitliliğinde artış,
- dışarıdan hizmet alımının yaygınlaşması sonucu maliyetlerin düşmesi ve uzmanlaşmada artış (kurumların katma değer yarattıkları konu ve alanlara yoğunlaşması),
- satış kanallarında açık mimariye yöneliş, ortalama fon büyüklüklerinin artması ve bu durumun giderleri düşürerek getirilerin artmasını sağlaması (ortalama fon büyüklüklerindeki artışın ölçek ekonomileri etkisi yaratması),
- yabancı fon yönetim şirketlerinin Türkiye'ye yatırım yapma ve ekspertizlerini aktarma konusundaki iştahlarında artış,
- yurtdışındaki fon örgütlenmesine ve yapısına benzer yatırım fonlarının ortaya çıkışı ile bu fonlara yabancı yatırımcıların talep göstermesi,

⁴⁷ UCITS III Direktifleri Çerçevesinde Türkiye'de Yatırım Yapmanın Yolları, <http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari>.

- Direktif hükümlerine uygun olarak oluşturulacak fonların ileride UCITS pasaportu olarak tüm Avrupa’da serbestçe dağıtılabilmeleri olanağının bulunması⁴⁸.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği) 7 Kasım 2006 tarihinde yayınladığı Basın Bülteni’nde yeni tebliğ taslağı ile yatırım fonu sektöründe olası değişiklikleri şu şekilde sıralamaktadır:

- Türkiye’de yatırım fonları UCITS olan ve UCITS olmayan diye ikiye ayrılacak.
- AB’ye üyelikle birlikte Türkiye’de kurulan UCITS fonları AB çapında pazarlanabileceği gibi AB’de kurulmuş olan yabancı yatırım fonları da SPK’yı bilgilendirmek suretiyle Türkiye’de serbestçe alınıp satılabilecek.
- Halen yürürlükte olduğu gibi Türkiye’de aracı kurumlar ve bankalar fon kurmaya ve fon yönetmeye devam edebilecekler. Fakat UCITS fonları olarak kurulacak fonların AB çapında pazarlanması durumunda bu fonların portföy yönetim şirketlerince yönetilmeleri gerekecek.
- Halihazırda finansal varlıklardan oluşan portföylerin, müşteri adına, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesini sağlayan portföy yönetim şirketlerinin yeni yasa ile faaliyet alanları genişletilerek fon kurucusu olabilecekleri gibi, yatırım fonu paylarının alım-satımını da yapabileceklerdir.
- Yine AB’ye üyelik gerçekleştirildiği takdirde AB üyeliğimiz sonrasında yabancı portföy yönetim şirketleri Türkiye’de temsilcilik açabilecekler.
- Benzer şekilde Türkiye’deki portföy yönetim şirketleri de Avrupa’da temsilcilik açabilecek ve faaliyetlerini sürdürebilecekler.
- UCITS Direktifine uyumlu olarak saklama kuruluşları kurulacak ve böylece şu anda SPK mevzuatına göre sadece bankalar saklama hizmeti

⁴⁸ Taliye Yeşilürdü, “Taslak SPK Mevzuatı Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Direktif – UCITS”, SPK.

verebileceğinden, yeni yasa ile bankalara “fon saklamacılığı” gibi yeni bir faaliyet alanı tanınmış olacak.⁴⁹

SPK Sermaye Piyasası Mevzuatının AB mevzuatı ile uyumlaştırılmasının tamamlanması ve uygulamasına yönelik olarak 2006-2007 döneminde Türkiye ve Almanya arasında “Eşleştirme Projesi” gerçekleştirmiştir. Bu projeye yönelik çalışmalar sonrasında SPK sermaye piyasası kanunun AB mevzuatına uygun bir yapıya getirmek amacıyla yeni sermaye piyasası kanun taslağını hazırlamıştır. Bu taslakla birlikte Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının AB’ye uyum çerçevesinde uluslararası arenada pazarlanıp yönetilebilmesine imkan tanınması amaçlanmaktadır.

Mevcut SPK mevzuatına göre yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler fonun yönetim, temsil ve saklanmasından fon kurucusunu (banka, aracı kurum, sigorta şirketleri ve sandıkları) sorumlu tutmaktadır. Portföy yönetim şirketleri ise ancak söz konusu kurucular ile portföy yönetim sözleşmeleri imzaladıkları takdirde fon portföyünü yönetebilmektedirler. Yeni sermaye piyasası kanunu ile yeni bir sermaye piyasası kurumu olan fon yönetim şirketleri kurulabilecek ve bu şirketlerin ana işi fon kurmak ve yönetmek olacaktır. Yeni kanunla fon kurma yetkisi AB müktesebatına uyumlu olarak sadece fon yönetim şirketlerine verilecek ve bu şirketler pay sahiplerinin çıkarlarını korumakla yükümlü olacaklardır. Bu şirketler gerekli şartlara sahip gerçek ve tüzel kişilerce kurulabilecektir. SPK, AB’ye uyum çerçevesinde Türkiye’de yatırım fonu pazarında rekabetin güçlenerek kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesine ve daha güvenli bir fon pazarı oluşmasına katkıda bulunacağı söylenebilir.

Fon kurucusunun portföy varlıklarının saklaması Takasbank aracılığıyla olmaktadır. Yeni kanun taslağı ise bu varlıkların korunması ve saklanması sorumluluğunu saklama kuruluşlarına vermektedir. UCITS Direktiflerine uyum kapsamında bu saklama kuruluşları fon paylarının satışı, geri alımı gibi işlemlerin gerçekleşmesinde ve birim pay değerinin hesaplanmasında mevzuata uygunluğu da temin edeceklerdir.

⁴⁹ TSPAKB, **Basın Bülteni**, 7 Kasım 2006, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_basin_bultenleri_bb_2006_sp_gundem_51-06.pdf, s. 1.

Yeni Kanun Taslağı ile SPK, sermaye piyasasının derinlik kazanmasına katkıda bulunmayı ve böylece hem yabancı hem de yerli yatırımcılara farklı risk-getiri bileşenlerine sahip ürünler sunmayı hedeflemektedir. Çok daha etkin, yatırımcı güvencesini önde tutan, rekabetçi ve derin bir fon pazarı için çalışmaların sürdüğü ve son aşamaya geldiği kaydedilmektedir.

Küresel kredi krizinin etkisinin azalması ve risk iştahında artışla birlikte tasarruflar yüksek getiri arayışına tekrar yönelebilecektir. Özellikle AB standartlarına uygun sermaye piyasası araçlarının Türkiye’de ağırlıklarını artırmaları ile yabancı yatırımcıları sermaye piyasalarımıza kazandırma imkanı artabilecektir. Ayrıca vergi düzenlemelerinin de sermaye piyasalarımızı genişletici etki yaratması yönünde düzenlenmesi çalışmalarının da tamamlanması gerekmektedir. Böylece hem yurt içinde hem yurtdışında pazarlama imkanı sunan, yurtdışında kurulmuş UCITS fonlarının Türkiye’de yönetilebilmesi ile birlikte portföy yönetimi faaliyetinde artışla birlikte yeni gelir kaynaklarının elde edilmesini sağlayan, vergisel bazda uyumun sağlanmasıyla birlikte daha çok tasarruf çekme potansiyeline sahip UCITS fonları benzeri bir yapının Türk Fon Pazarı’na kazandırılması ile sektörün canlanması ve gelişmesinin sağlanması mümkün olabilecektir.

Bankalar sadece portföy yönetim faaliyetinde bulunan iştirakleri için de yeni faaliyet alanlarını geliştirilebilecektir. Hem yurtiçinde hem de AB’de ihraç edilmiş UCITS fonlarının yönetilmesine aracılık edebileceklerdir. Bu da gelirlerinde artış elde etmelerine katkı sağlayabilecektir. Öte yandan saklama görevi yapan bankalar da yine UCITS fonlarının portföylerinde bulunan varlıkları saklayabileceklerdir. AB’de olduğu gibi saklamacı bankalar sadece saklama hizmeti değil fon katılma paylarının iadesi, itfası gibi durumlara yönelik olarak fon birimlerinin değerini de hesaplayabilecek ve takibini yapabileceklerdir. Bu gelişmeler bankacılık sektöründe yeni faaliyet alanlarının geliştirilmesinde önemli bir yer tutmasına imkan sağlayabilecektir. BDDK ve SPK’nın ortak çalışmaları ile gerekli düzenlemelerin yapılması hem yatırım fonu pazarı hem de bankacılık sektörünün sağlıklı bir işleyişe sahip olmasına imkan tanıyabilecektir.

Sözkonusu sürecin hızlı bir şekilde gerçekleşmesi olası görülmeyebilir. Başta Türkiye’nin AB’ye üyelik sürecinin önünde uzun bir yol var. Tam üyelik

gerçekleşmeden fon pazarında AB'ye Üye Ülke statüsünde bir yapının dışında olacağımızı söyleyebiliriz. Dolaylı olarak yabancı tasarrufların Türkiye Fon Pazarı'na kolay kazandırılmayabileceği imkan dahilindedir. Ayrı olarak, yurtdışındaki UCITS fonlarının Türkiye'de yönetilebilmesi veya Türkiye'de kurulmuş bir UCITS fonunun yurtdışındaki bir portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmesi, yurtdışında ihraç edilmiş UCITS fonları ile Türkiye'de kurulu UCITS fonlarından elde edilecek gelirler konularında ne gibi vergisel unsurların olacağı da önemli bir diğer ayrıntıdır. Vergilendirme hususlarının geniş çapta ve titizlikle yapılacak bir çalışma sonrasında oluşturulması yeni tasarrufların kazanımında önemli bir rol üstlenebilir.

UCITS fon pazarının Türkiye'de uyarlanıp geliştirilmesi Türkiye Fon Pazarının gelişmesinde önemli bir rol oynayabileceği söylenebilir. Türkiye'de gerekli düzenlemelerin hayata geçirilmesi, küresel anlamda finansal sistemde istikrarın sağlanması ve risk iştahının artmasıyla birlikte Türk Fon Pazarı'nın gelişmesinin mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Bunun sonucunda Türkiye finansal kesimini domine eden bankacılık sektöründe yoğunlaşan tasarrufların daha yüksek getiri arayışıyla birlikte UCITS benzeri fonlara kayabileceğine inanıyoruz.

2. BÖLÜM

YATIRIM FON STRATEJİLERİNDE TÜREV ÜRÜNLERİN YER ALMASI; TÜREV ÜRÜN DÜZENLEMELERİNE YÖNELİK DÜNYADAN ÖRNEKLER

2007 yılında ABD’de sub-prime kriziyle başlayan ve 2008’de küresel krize dönüşen kredi krizi, ülke ekonomilerinin küçülmesine neden olmuştur. 2007 öncesinde yaşanan krizlerle kıyaslandığında küresel krizin finansal piyasalarda çok daha kısa bir sürede etkili olduğu görülmektedir.

1930 yıllarında ABD’de yaşanan Büyük Buhran’dan günümüze kadar yaşanan krizlerden daha şiddetli bir etkiye sahip olan⁵⁰ kredi krizinin çıkış noktası ABD’de ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yönelik yapılandırılmış sub-prime ürünlerdir. Riskli yatırım araçlarının ABD’de sağlıklı bir çatı altında düzenleme ve denetime tabi olmaması, bir balon etkisi yaratmıştır. Balonun patlaması Eylül 2008’de dünyada en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers’ın iflasına sebep olurken ABD’den sırayla yeni iflas haberleri gelmeye başlamıştır. Küresel anlamda yayılarak ilerleyen finansal çöküntü reel sektörü finanse edemez duruma gelmiştir. Yaşanan kriz, başlıca ABD’de olmak üzere düzenleyici kurumlara yönelik soru işaretlerinin doğmasında etkili olmuştur.

ABD hükümetinin de kabul ettiği gibi krizin kaynağı türev ürünlere yönelik düzenleme ve denetimlerin eksikliğidir ve küresel anlamda etkisinin daha ne kadar süreceği kesin olarak bilinmemektedir.⁵¹ Türkiye ise sağlam temellere dayalı bankacılık sektörü ve sınırlı bir yapıda faaliyet gösteren türev ürün piyasasının etkisiyle finans sektöründe bir çöküntü yaşamamıştır; düzenleme, denetim ve kontrollerin kalkan görevi görmesi krizin şiddetini azaltmıştır. Türkiye’nin şanslı konumu yanında İzlanda’da sağlıklı çalışmayan finans sektörü ülkenin iflasına sebep olmuştur.

⁵⁰ Paul Krugman, “The Great Recession versus the Great Depression”, Conscience of a Liberal, 20 Mart 2009, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>.

⁵¹ The White House, “Remarks by The President on 21st Century Financial Regulatory Reform”, 17 Haziran 2009, http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-Regulatory-Reform.

Krizin etkisinin dünya genelinde hissedilmesinin ardından ülke otoritelerinin müdahaleleri ve ortak çalışmaları krizin etkisini azaltmayı hedeflemektedir. Alınan tedbir ve önlemler krizden ne kadar sürede çıkılacağını kesin olarak ortaya koymasa da sağlıklı temellerin atılmasına katkı sağlamaktadır. Kalıcı istikrarın sağlanması, finansal piyasaları sağlam temellere dayalı olan ve krizden daha az etkilenen ülkelerin daha fazla fayda sağlayacağı söylenebilir. Sahip olduğu sağlam bankacılık sektörü ile Türkiye'nin şanslı ülkelerin başında geldiğini söyleyebiliriz.

Sağlıklı düzenlemelerin Türkiye finansal sektörü üzerinde oluşturduğu koruma kalkanının destekleyici unsurların biri Türkiye'de tasarruf sahiplerinin ağırlıklı olarak likit yatırım araçlarının başında yer alan mevduat ürününü tercih etmeleridir. Ayrıca Türkiye ekonomisinin içine girdiği tek haneli enflasyon dönemi beraberinde faiz getirilerinin de tarihsel düşük seviyelerine gerilemesinde etkili olmuştur. Finansal piyasalarda kalıcı istikrarın sağlanması ve ekonomide büyümeyle birlikte tasarrufların yüksek getiri arayışına yönelmesi mümkündür. Ülkemizde yatırım tercihleri arasında mevduatın kemikleşmiş üstünlüğünün yavaş yavaş yerini başta yatırım fonları olmak üzere daha riskli yatırım araçlarına bırakabileceğini düşünüyoruz.

SPK, AB'ye uyum çerçevesinde çalışmalarını sürdürmektedir. UCITS benzeri fonların Türkiye'de de kurulabilmesine yönelik temelleri atmaya başlamıştır. SPK, serbest fon pazarının gelişmesine yönelik yeni düzenleme hazırlıkları yapmaktadır. Özellikle bankalarımızın bu gelişmelere katkıda bulunacak sağlam düzenleme esaslarına sahip yapılandırılmış ürün geliştirme olanağı elde etmeleri Türk Fon Pazarı'nın büyümesine katkı sağlayabilir. Sıkı düzenleme ve denetime sahip olan bankacılık sektörünün sağlıklı ve derin bir türev ürün piyasasına sahip olunmasında etkili olabileceğine inanıyoruz. Bu gelişme ile birlikte Türkiye finansal piyasalarına yeni tasarrufların kazanımı sağlanabilir.

Türkiye'de Mayıs 2001'de Bankalar Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle kredinin tanımı genişletilmiştir. İlgili değişikliğe göre vadeli işlem, opsiyon

sözleşmeleri ve benzeri diğer türev ürünler kredi tanımına dahil edilmiştir.⁵² Bu aşamada öne çıkabilecek kilit nokta sağlam temellere dayalı kapsamlı türev ürün düzenlemelerinin uygulamaya konulması ve sıkı kontrol ve denetimin sağlıklı bir yapıda işlerliğinin sağlanmasıdır. Türkiye’de otoritelerin bu gelişmeleri etkin bir şekilde ortaya koyacağı ve sağlıklı bir yapıda işlemesine katkıda bulunacağı söylenebilir.

Türkiye yatırım fon pazarında türev ürünleri koruma amaçlı fonlar, garantili fonlar ve serbest fonlar kullanılmaktadır. VOB’da endeksler dışında hisse senedine yönelik türev ürünlerinde yer alması olumlu bir gelişmedir. Koruma amaçlı fonların risk algılamasında artış ile birlikte 2009 ikinci yarısında büyüklüğü 5 katına çıkarak 500 milyon TL’ye yaklaşmıştır. SPK türev ürünlere yönelik yeni bir tebliğ taslağı yayınlamıştır.⁵³ Taslak ile ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev aracın aracı kuruluşlarca aracılık amacıyla alım satımına ilişkin esasları düzenlenmesi amaçlanmaktadır.

Uluslararası düzenlemeler incelendiğinde türev ürün düzenlemeleri konusunda Almanya hükümetinin 2004 yılında yürürlüğe koyduğu Türev Ürün Düzenlemeleri örnek teşkil etmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde Almanya’da türev ürünlerle ilgili düzenlemelere kısaca değinilecektir. Dünya’da en büyük türev ürün işlem hacmine sahip ABD’deki düzenleme esasları incelenecektir. Ardından literatürde yer alan, türev işlemlerin bankacılık kesimini nasıl etkilediğine dair makaleler araştırılacaktır. Son olarak, Türkiye’de gelişmiş bir türev ürün piyasasının bankacılık sektörümüze olası etkileri sıralamaya çalışılacaktır.

2.1 Almanya Türev Ürün Düzenlemeleri (Derivateverordnung)

Risk yönetiminin en önemli ve hassas konularından birisi türev ürün kullanımı sebebiyle maruz kalınan veya kalınabilecek muhtemel riskleri ölçmektir. Fakat uluslararası uygulamalara bakıldığında bu konuda sınırlı sayıda düzenleme olduğunu,

⁵² BDDK, “Bankacılık Sektörü Reformu: Gelişme Raporu”, 2 Ağustos 2001, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1516Document%20in%20Microsoft%20Internet%20Explorer.pdf, s. 8.

⁵³ SPK, “Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı”, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=584&fn=584.pdf&submenuheader=null>.

çok az sayıda ülke otoritesinin türev ürün kullanımıyla oluşacak risklere yönelik düzenlemeleri yürürlüğe koyduğunu görmekteyiz. Bu konu ile ilgili olarak dikkate değer en önemli uygulama Alman hükümetinin Yatırım Kanunu'na (Investmentgesetz) ilintili olarak 6 Şubat 2004'te yayımladığı Türev Ürün Düzenlemeleri'dir (Derivateverordnung)⁵⁴. Söz konusu düzenlemeler 13 Şubat 2004 tarihinde uygulamaya konulmuştur ve 1 Ocak 2004 tarihinden sonra kurulan yatırım fonlarını kapsamaktadır. Bu düzenlemenin yayınlanmasıyla Alman hükümeti AB üye ülkeleri nezdinde yer alan Yönetim ve Ürün Direktifleri gereklerine uygun kanun düzenlemelerini yürürlüğe koymuştur.

Türev ürünler genelde karmaşık bir yapıya sahiptirler ve kullanıcılarına getirilerini yükseltme, risklerini azaltma ve işlem komisyonlarını azaltma gibi önemli imkanlar vermektedir. Fakat özellikle tarihte en yakın örneğini yaşadığımız ve 2007'de başlayıp halen devam eden küresel krizleri de tetikleyebilmektedirler. Risk yönetimi ilkelerinin doğru ve finansal sistemin sağlığına zarar vermeyecek şekilde uygulanmasının gerekliliğini Alman hükümeti Yatırım Kanunu ile ortaya koymuş ve böylece türev ürün uygulamalarının risk yönetimi bacağına düzenlemeye tabi tutmuştur.

Alman hükümeti tarafından yürürlüğe konulan Yatırım Kanunu, yatırım araçlarının risk profillerinin nasıl oluşturulması gerektiğine dair düzenlemeleri içermektedir. Türev ürün kullanımına bağlı piyasa riski ve karşı taraf riski devreye girmekte ve bununla ilgili olarak yönetim ve kontrol sistemlerinin organizasyonu konusunda gerekli uygulamaların devreye sokulması gerekmektedir. Üst sınırların belirlenmesi ve risk/getiri ölçümü yapılması, türev ürün kullanımı sonucunda ortaya çıkacak risklerin yönetiminde ihtiyaç duyulacak uygulamalar arasında yer almaktadırlar.

Alman hükümetinin türev ürün kullanılmasıyla oluşacak risklerin ölçülmesi konusunda hassasiyet göstermiş olması önemli bir gelişmedir. Kurallar sadece Almanya sınırları içerisinde geçerli olsa da tek pazar hedefi olan AB'de genel standartları oluşturulmuş bir düzenlemenin sisteme olumlu katkı yaratması beklenebilir. Aşağıda

⁵⁴ “Yatırım Kanununa İliintili Olarak Yatırım Fonlarının Türev Ürün Kullanmalarına İlişkin Risk Yönetim ve Risk Ölçüm Düzenlemesi (Derivateverordnung)”, Federal Kanun Gazetesi (BUNDESGESETZBLATT), BGBl. I P. 153, 6 Şubat 2004.

Alman hükümetinin 6 Şubat 2004 tarihinde yayımladığı Türev Ürün Düzenlemeleri'nde yer alan bazı önemli konular özetlenmektedir.

2.1.1 Risk Yönetimi İle İlgili Hükümler

Türev Ürün Düzenlemeleri Bölüm 1'de türev ürünlere yatırım yapan yatırım fonlarının risk yönetim sisteminin kurulması için gerekli unsurlar ortaya konmaktadır.

Öncelikle tüm şirket bazında bir risk ölçümü yapılması ve her bir yatırım fonuna ait uygun bir risk profili hazırlanması gerekmektedir. Risk profili piyasa riski, kredi riski, operasyonel risk ve bunların dışında sayılabilecek ilgili bütün risk faktörlerini kapsamalıdır. Türev ürünlere yatırım yapan yatırım fonları adına yatırım yönetim şirketleri tarafından yerine getirilen risk yönetim sistemi, ilgili bütün risk faktörlerini doğru bir şekilde tespit ve tayin edebilmelidirler.

Bunların yanında her bir yatırım fonu için uygun bir limit sistemi hazırlanmalıdır. Limit sistemi, fon yöneticisinin yeni yöntemlerle riski yönetmesini ve kontrol etmesini sağlamalıdır. Riskin yönetilmesi ne kadar önemli ve gerekliyse gözetimi de o derece hassas bir konudur. Bu Düzenleme ile uygulanacak limit sistemi ve risk yönetiminin gözetimi zorunlu tutulmuştur.

Ayrıca risklerin tespiti ve tayini, yöntem ve prosedürlerin geliştirilmesi ve korunması ile birlikte detaylı belgelerin oluşturulmasına yönelik sorumlulukların bağımsız bir bölüm tarafından yürütülmesini zorunlu tutmuştur. Düzenlemeye göre yatırım yönetim şirketinde yer alacak risk yönetimi ve gözetimi ile ilgili bölümün portföy yönetim bölümünden bağımsız olarak organize olması, ayrıca bu bölümde çalışacak personelin gerekli bilgi ve beceriye sahip olduğundan emin olunması gerekmektedir.

2.1.1.1 Piyasa Riski İle İlgili Hükümler

Türev ürün kullanımıyla birlikte maruz kalınan başlıca risklerden biri piyasa riskidir. Piyasa riskinin göz ardı edilmemesi ve doğru bir şekilde ölçülmesi gerekmektedir. Piyasa riskinin ölçümünde her bir yatırım fonunun piyasa riski seviyesine bağlı olarak ya basitleştirilmiş ya da yetkin (qualified) yöntem

kullanılabilmektedir. Fakat sonraki maddeler incelendiğinde Türev Ürün Düzenlemeleri Madde 6'da genel kural olarak yatırım yönetim şirketlerinin yetkin yöntemi kullanmaları gerektiği yer almaktadır.

Türev Ürün Düzenlemeleri Madde 9'da yetkin yönteminde yatırım fonunun piyasa riskinin üst sınırı belirlenmiştir. Bu üst sınırı belirlemek amacıyla türev ürün sınıfına girmeyen karşılaştırmalı farazi bir kıstas fonundan faydalanılmaktadır. Hem yatırım fonunun hem de karşılaştırmalı farazi bir kıstas fonun piyasa riski RMD modeli kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmaktadır. Bu Düzenlemeye göre yatırım fonunun hesaplanan RMD, karşılaştırmalı farazi kıstas fonunun RMD'nin iki katından fazla olamaz. Bu madde ile bir yatırım fonunun maruz kalabileceği piyasa riskinin maksimum değeri belirlenmiş olmaktadır.

Karşılaştırmalı farazi yatırım fonu, tanım olarak türev ürünlerin dışında kalan finansal ürünlerden oluşan ve piyasa değeri orijinal fonun cari piyasa değerine eşit olan fonlardır. Söz konusu fonun kompozisyonu, yatırım fonunun yatırım objektifleri ve yatırım kurallarıyla ilgili olarak tam ve özet tanıtıcı dokümanda yer alan fon kuralları bilgisi ile uyumlu olmalıdır. Ayrıca Yatırım Kanununda yer alan yatırım limitlerine de uymaları gerekmektedir. Eğer türev ürün içermeyen standart kıstas orijinal yatırım fonu olarak tanımlanırsa bu takdirde karşılaştırmalı farazi kıstas fonu mümkün olduğu kadar bu kıstası yansıtmalıdır. Buna ek olarak karşılaştırmalı farazi kıstas fonu için seçilecek varlıkların en düşük piyasa riskine sahip varlıklardan oluşması gerekmektedir. Bir yatırım yönetim şirketi karşılaştırmalı farazi kıstas fonunun kompozisyonunu gösteren kuralları ve kompozisyonda yapılacak değişiklikleri açık bir dille yazılı doküman haline getirmelidir. Karşılaştırmalı farazi kıstas fonunun kompozisyonu yıllık raporlar halinde hazırlanmalı ve standart kıstasta yapılacak önemli bir değişiklik gecikme olmaksızın derhal Federal Finansal Hizmetler Düzenleyici Otoritesi'ne bildirilmelidir.

Madde 11'de potansiyel piyasa riskini ölçmek için gerekli detaylar verilmiştir. Buna göre piyasa riskini ölçerken yatırım fonları tarafından gün sonunda tutulan finansal ürünler veya finansal ürün kategorileri 10 iş günü daha portföyde tutulacakmış gibi varsayılır. Buna ek olarak %99 güven aralığı ve raporlama dönemi için en az son 1 yıllık tarihsel performans kullanılarak piyasa riski hesaplanacağı belirtilmiştir.

Madde 12’de ise piyasa riski hesaplanırken dahil edilmesi gereken risk faktörleri ile ilgili detaylar verilmiştir. Buna göre yatırım fonunun büyüklüğü ve yapısına göre bütün piyasa risk faktörleri hesaplamaya dahil edilmelidir. Özellikle opsiyon işlemleri ile ilgili olan fakat yabancı kur oranı, fiyatı veya faiz oranları dalgalanmaları ile doğrudan ilişkili olmayan riskler dikkate alınıp uygun bir şekilde hesaplamada kullanılmalılardır. Kısa ve uzun dönemli faiz oranlarında oluşabilecek tutarsız değişimler (**faiz oranı dönem yapısı riski**) ve aynı para birimi ve benzer vade yapısı ile oluşturulmuş faiz oranına dayalı finansal ürünlere uygulanabilen faiz oranlarındaki tutarsız değişimler (**spread risk**) tarafından oluşan özel faiz oran dönem riskleri ayrı ayrı olarak ve uygun bir şekilde hesaplamada yer alması gereken diğer unsurlardır. Faiz oranı dönem yapısı riskini hesaplarken, orijinal yatırım fonunun büyüklüğü ve yapısını uygun olarak yansıtacak şekilde belirli bir sayıda farklı faiz oranları dönem yapısı sepeti kullanılmalıdır. Düzenlemeye göre en az altı adet faiz oranı risk sepeti kullanılmalıdır. Bunlara ek olarak hisse senedi fiyat riskini hesaplarken spot ve vadeli fiyatlar arasındaki farklardaki gelişimin dikkate alınması gerektiği ilgili maddede yer alan diğer önemli bir unsurdur.

Türev Ürün Düzenlemeleri Madde 13’e göre potansiyel piyasa riski belirli zaman dilimlerinde hesaplanmalı ve yatırım fonunun piyasa fiyat riskine maruz bütün pozisyonlarıyla ilgili kayıtlar bir bütün olarak tutulmalıdır. Potansiyel piyasa riskini hesaplarken kullanılacak istatistiksel yöntemler risk yönetim fonksiyonunda yer alan bireyler tarafından kullanılan güncel metodlarla aynı olmalı ve detayları ayrıntılı bir şekilde yazılmalıdır. Kullanılan yöntemler düzenli aralıklarla gözden geçirilmelidirler. Çünkü kullanılan yöntemlerin geçerlilikleri zamanla ihtiyacı karşılayamaz hale gelebilmektedir. Uygun görülmesi halinde uygulamadaki risk modelinde değişiklikler yapılmalıdır. Dönem serileri analizlerinde (time series analysis) kullanılan fiyatlar, yabancı para kurları ve faiz oranları ve bunlar arasındaki korelasyonlardaki değişimlerle ilgili tarihsel veriler düzenli olarak en az üç ayda bir güncellenmelidir. Gerekli olduğu durumlarda bu süre beklenmeden ve herhangi bir gecikme olmadan söz konusu güncellenmenin yapılması gerekliliğine dikkat çekilmiştir. Madde 13 ve aşağıda değinilecek olan Madde 14’te yer alan şartların sağlanıp sağlanmadığına dair yatırım

yönetim şirketi bünyesinde yer alan iç denetim bölümü tarafından düzenli olarak denetimlerin yapılması gerekmektedir.

Madde 14'te yer alan hükme göre yatırım yönetim şirketi günlük olarak geçmişe dönük doğruluk izleme kaydının tutulması (back-testing) yöntemini kullanarak RMD metodunun ne kadar nitelikli olduğunu sorgulamalıdır. Geçmişe dönük doğruluk izleme kaydının tutulması yöntemi ile ilgili olarak Madde 14'te şu detaylar yer almaktadır: Risk model bazlı tahminlerin kalitesi, (a) 1 iş günü tutma dönemi için risk modeli tarafından hesaplanan potansiyel piyasa riski ve (b) her bir finansal ürün veya finansal ürün kategorilerinin değerindeki gerçek değişim arasındaki günlük karşılaştırma ile belirlenebilmelidirler. Buna göre bir iş günü önce kapanış itibariyle yatırım fonu tarafından tutulan finansal ürünler veya finansal ürün kategorileri gün sonu itibariyle piyasa fiyatlarından değerleri tekrar hesaplanacak ve böylece bir iş günü öncesinin değerinden farklı yeni bir değer elde edilmiş olacaktır. Son iki iş günü için bulunan değerlerin farkının mutlak değeri uygulamada yer alan risk modeli tarafından hesaplanan potansiyel piyasa riskini aştığı takdirde bu duruma sebebiyet veren durumlar ve hesaplanan mutlak fark, Federal Financial Services Regulatory Authority'ye (FFSRA-Federal Finansal Hizmetler Düzenleyici Otoritesi) düzenli olarak rapor edilmelidir.

Madde 15, 16 ve 17'de piyasa riski hesaplamada kullanılacak basitleştirilmiş yöntem ile ilgili detaylar yer almaktadır.

Öncelikle Madde 15'te fon portföyünün maruz kalabileceği risk büyüklüğü ile ilgili limitlere yer verilmiştir. Buna göre:

- Yatırım fonunun faiz oranı ve hisse senedi fiyat riski veya yabancı para riski ile ilgili **ayrılabilir değeri** (allocable value), yatırım fonunun net varlık değerinin iki katını aşamaz.
- Eğer yatırım fonu doğrudan veya dolaylı olarak Yatırım Kanunu Madde 50'de yer alan varlıkları bünyesinde tutarsa ve bu varlıklar türev ürünleri de içeriyorsa bu varlıkların değeri yatırım fonunun varlıklarının değerinden çıkarılmalıdır.

Madde 16’da piyasa riski için ayrılabilir değer ile ilgili alt paragraflar yer almaktadır. Buna göre yatırım fonunun faiz oranı ve hisse senedi piyasa riski veya yabancı para riski ayrılabilir değeri, yatırım fonunda yer alan her bir varlığın faiz oranı ve hisse senedi riski veya yabancı para riski için ayrılabilir değerlerinin toplamına eşittir. Ayrıca Yatırım Kanununda yer alan bazı maddeler dikkate alındığı takdirde, eğer bir varlık basitleştirilmiş yöntemle göre kabul edilen türev ürünlerden oluşuyorsa, faiz oranı ve hisse senedi fiyat riski veya yabancı para riskinin ayrılabilir değeri, her bir varlık biriminin faiz oranı ve hisse senedi fiyat riski veya yabancı para riski ayrılabilir değerlerinin toplamına eşittir.

Madde 17’de ise **uygulanabilir Delta** (applicable Delta) ile ilgili detaylara yer verilmiştir. Uygulanabilir Delta bir türev ürünün değerinin dayanak varlığın değerinde varsayımsal marjinal değişime oranı olarak ifade etmektedir. Uygulanabilir delta değeri negatif veya pozitif değer alabilmektedir. Yatırım yönetim şirketleri her işlem günü emanetçi bankanın uygulanabilir Delta değerlerini uygun ve kabul görmüş bir şekilde hesaplamak, kayda almak ve bildirmek zorundadır.

2.1.1.2 Kredi Riski İle İlgili Hükümler

Türev rn Düzenlemeleri Madde 18, 19 ve 20’de kredi riski ile ilgili detaylar yer almaktadır.

Madde 18’de ihrai riskine yer verilmiştir. Yatırım Kanununda ihraç edenlere ilişkin limitler ortaya konmuştur. Bu limitlere ulaşıp ulaşılmadığına dair hesaplamaları yaparken türev ürünlerin de dahil edilmesi gerekmektedir. Buna göre piyasa riskini sınırlandırmak amacıyla kullanılan metoda bağlı olarak uygulanabilir miktar, ihrai başına toplam net pozisyon yoluyla (yetkin yöntem) veya ihrai başına piyasa riskinin dağıtılabilir miktarı (basitleştirilmiş yöntem) yoluyla belirlenmektedir.

Türev rn Düzenlemeleri Madde 19’a göre yatırım yönetim şirketinin teknik olarak yapabileceği ölçüde ve bazı belirli şartlar altında miktarlar, ihrai riskini tayin etmek için netleştirilebilmektedir. Fakat burada teknik uygulamalar sadece yatırım fonu için ek yatırım fırsatlar yarattığı takdirde uygun olacağına dikkat çekilmektedir.

Madde 19’da yetkin yöntemin kullanılmasına dair hükümler işlenmiştir. Buna göre bir yatırım yönetim şirketi yetkin yöntemini kullanmayı tercih ettiği takdirde, bir dayanak varlığın her bir ihraççısı için, potansiyel piyasa risk miktarının model bazlı hesaplamasının temelini oluşturan toplam net pozisyon ihraççı limitlerine karşı dengeleneceği ifade edilmektedir.

Madde 20’de ise basitleştirilmiş yöntemin kullanılmasına dair hükümler yer almaktadır. Buna göre:

- Bir yatırım yönetim şirketinin basitleştirilmiş yöntemi kullanmayı tercih etmesi halinde Madde 18’de yer alan anlam dahilinde türev ürünlerin piyasa riski için Madde 16’da tanımlamaya uygun olarak ayrılabilir değer her dayanak varlığın ihraççısına tahsis edilebilecektir. Böylece türev ürünler - eğer değerlerindeki değişim dayanak varlığın değerindeki değişime göre ters hareket ediyorsa ve uygulanabilir Delta Madde 17’ye göre negatif değer almıyorsa- ihmal edilebilirler. Türev ürünlerin aynı ihraççıya ait tahsis edilmiş piyasa risk toplamı ihraççı limitler anlamında yeterli sayılmaktadır.
- Kredi türev ürünleri ve bunların doğrudan itibar ettiği varlıklar Madde 18 dikkate alındığında hesaplamada göz ardı edilebilirler. Eğer kredi türev ürünü ilgili varlıkla ilişkili olarak ödememe (default) riskinin bir kısmını hedge ediyorsa, hedge edilmeyen kısım ihraççı limitlerine ulaşılsın veya ulaşılmaması hesaplamaya dahil edilecektir.

2.1.1.3 Karşı Taraf Riski İle İlgili Hükümler

Türev Ürün Düzenlemeleri Madde 22’ye göre tezgah üstü piyasa türev işlemlerini kapsayan işlemlerle ilgili olan karşı taraf riski, yatırım fonunun değerinin %5 veya %10’u olacak şekilde sınırlandırılmıştır. Buna göre:

- Bir karşı taraf ile yapılacak türev ürün işlemleri ancak her bir karşı tarafla ilişkili karşı taraf riski için ayrılabilir değeri yatırım fonunun değerinin %5’ini aşmadığı takdirde mümkün olacaktır. Eğer karşı taraf AB Üye Ülkesinde kurulmuş veya Otorite tarafından konulan düzenleyici hükümlere tabi olup AB üyesi olmayan bir ülkede kurulmuş bir kredi kuruluşu ise söz

konusu üst limit karşı taraf için ayrılabilir değer yatırım fonunun değerinin %10'u olarak belirlenmiştir. Ayrıca karşı taraf riski için ayrılabilir değer yukarıdaki üst sınırları aştığı takdirde karşı taraf riskine tahsis edilmiş değerde bir artışa sebebiyet vermediği sürece yatırım yönetim şirketi karşı taraf ile daha fazla işlem yapamayacaktır.

- Eğer karşı taraf bir borsanın merkezi takas acentesi ise veya başka bir organize piyasa konumunda ise ve türev ürünler günlük bazda piyasa fiyat değerlemesine ve marjin netleşmesine tabi ise söz konusu bu türev ürünler karşı taraf riski için ayrılabilir değer hesaplamasında göz ardı edilebilirler.
- Karşı taraf riski için ayrılabilir değer, bir karşı taraf ile yapılan türev ürün pozisyonlarının cari pozitif yerine koyma değerlerinin toplanıp elde edilen bu toplama bir emniyet payı eklenmesi suretiyle hesaplanacaktır.
- Emniyet payı kendi türev ürün pozisyonunun pozitif yerine koyma değerinin bir yüzdesi olarak ifade edilmekte ve aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

Vadeye kalan süre	Faiz oranı bazlı işlemler	Döviz kuru bazlı işlemler	Hisse senedi bazlı işlemler
1 yıla kadar	0,0%	1,0%	6,0%
1-5 yıl arası	0,5%	5,0%	8,0%
5 yıldan uzun	1,5%	7,5%	10,0%

- İki taraflı netleştirme düzenlemeleri ve borç çevirim düzenlemeleri durumlarında, pozitif yerine koyma değerleri ve emniyet payı toplamı karşı tarafa göre yatırım fonunun türev ürün pozisyonlarının negatif yerine koyma değerlerine karşı netleştirilebilir.
- Karşı taraf riskine tahsis edilen değeri hesaplarken taraflar tarafından sağlanan teminatın değeri eğer teminat aşağıda yer alan maddeleri sağlıyorsa düşülebilmektedir. Buna göre eğer taraflar tarafından sağlanan teminatlar:
 - o merkezi hükümet veya A bölgesindeki merkez bankası tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri içeriyorsa,
 - o likit varlıkları içeriyorsa,
 - o günlük işlem değerlemesine tabi ise,

- yatırım fonu için anında realize edilebiliyorsa ve
- teminatın geçerliliğini yitirmesine durumuna karşı gerekli yasal önlemlerin alınması

durumunda söz konusu teminatın değeri karşı taraf riskine tahsis edilen değerden düşülebilmektedir.

- Teminat, A bölgesinde kurulu bir kredi kuruluşunda tutulan banka mevduatlarından oluşabilir.

2.1.2 Türev Ürün Unsurlarıyla Yapılandırılmış Ürünler İle İlgili Hükümler

Türev Ürün Düzenlemeleri Madde 28’de yer aldığı üzere yapılandırılmış bir ürün, içerdiği her bir risk unsuruna ayrıştırılabilmesi, belgelendirilmesi ve satın alım öncesi yatırım yönetim şirketi tarafından tutarlılığı gözden geçirilmelidir. Bunlara ek olarak, uygun bir fiyat belirleme yöntemi geliştirilmeli ve risk yapısı tam olarak risk yönetim sisteminde yer almalıdır.

2.2 ABD’de Türev Ürün Düzenlemeleri

ABD Kongresi emtia piyasaları ile ilgili olarak ilk düzenlemelerini 1921 yılında yapmıştır.⁵⁵ Düzenlemelerin yürürlüğe girdiği tarihten günümüze kadar farklı sayıda düzenlemeler yürürlüğe girmiştir. 1974 yılında Ticari Mal Vadeli Alım Satım Kanunu’nun (the Commodity Futures Trading Act)⁵⁶ Kongre’de kabul edilmesi ile bütün vadeli alım satımına yönelik düzenlemeler genişletilmiş ve Securities and Exchange Commission’a (SEC) karşılık olarak ticari malların alım satımına yönelik federal bir düzenleyici kurum olan Commodity Futures Trading Commission (CFTC-Ticari Mal Vadeli Alım Satım Komisyonu) kurulmuştur.⁵⁷ Bu kanun ile opsiyon ve vadeli işlemler dahil olmak üzere bütün ticari mal vadeli sözleşmeleri CFTC’nin yetki alanına girmiştir. Bunun aksine SEC’in yetki alanını ise menkul kıymetler üzerine yazılan opsiyonlar, menkul kıymet grupları veya menkul kıymetlerin değerine bağlı endeksler oluşturmaktadır.

⁵⁵ “Future Trading Act”, Sess. 1, Ch. 86, 42 Stat. 187, 24 Ağustos 1921.

⁵⁶ “The Commodity Futures Trading Act”, Public Law 93-463, 88 Stat. 1389, 23 Ekim 1974.

⁵⁷ CFTC, “CFTC History in the 1970s”, http://www.cftc.gov/aboutthecftc/historyofthecftc/history_1970s.html.

ABD Kongresi 1921 tarihinden itibaren ticari mal piyasaları ile ilgili olarak 11 yasal düzenleme yapmıştır. Kongre yürürlüğe getirdiği yasal düzenlemeler ile CFTC'nin düzenleme yetkisini artırmıştır. Kongre en son 2000 yılında Ticari Mal Vadeli Modernizasyon Kanunu'nu (The Commodity Futures Modernization Act)⁵⁸ kabul etmiştir. 2000 yılı Kanunu ile tüm bankacılık ürünleri CFTC tarafından yapılan düzenlemelerden hariç tutulmuştur. Bunun yanında Kongre, 2000 yılı Kanunu ile bazı unsurları ortaya koymuştur. Öncelikle CFTC'nin düzenleme yetkilerini artırma yönünde bir amaç sergilemiştir. Bu amacı yerine getirirken de Kongre özellikle düzenlemelerin daha kolay anlaşılabilir duruma gelmesinin sağlanmasının yanında bu düzenlemelerin daha elverişli bir konuma gelmesi yönünde de ilerleme kaydetmiştir. Ayrıca uygulamada gereksiz hale gelen düzenlemelerin de Kanun'dan çıkartılması yönünde adım atmıştır. Kongre'nin bir diğer amacı olarak da CFTC'nin asıl rolünün vadeli işlemler piyasalarını gözetim fonksiyonu olması gerektiği ifade edilmiştir.

Bunun yanında menkul kıymetler üzerine yapılan vadeli işlemlerin alım satımına imkan vermek amacıyla “kanuna uygun ve düzenleyici bir çerçeve” oluşturmak gerektiği ileri sürülmüştür. Ayrıca düzenleme yapılamadığı durumlarda yabancı borsa işlemleriyle ilgili olarak nasıl bir yetki üstleneceği konusuna açıklık kazandırmak amaçlanmıştır. Finansal piyasaların dinamik yapısına ayak uydurmak amacıyla vadeli işlemler ve türev ürünler ile ilgili gelişmeler ve yenilikler ortaya konması gerektiği ve belli bazı vadeli ve türev ürün işlemleri için piyasalarda yasal unsurların kesinlik kazanmasını sağlayarak sistemik riski azaltmak yönünde amaçlar edinmiştir. Yine sistemik riski azaltmak amacı doğrultusunda ve uygun olarak düzenlenmiş takas organizasyonları vasıtasıyla, piyasada olası karışıklıkların yaşanacağı dönemlerde tezgah üstü türev ürün işlemlerinin takasını gerçekleştirmek yoluyla piyasaların istikrarlı olmasını sağlamak gerektiği ortaya çıkmıştır. Son olarak ise Kongre, 2000 yılı Kanunu ile, ABD'deki finansal kuruluşların ve piyasaların daha rekabetçi bir ortamda işlevselliklerini yerine getirmeleri amacını ortaya koymuştur.

2000 yılı Kanunu ile ABD Kongresi CFTC'nin yetkilerini artırmıştır. Buna göre kontrat piyasalarında veya türev ürün piyasalarında işlem gören bir malın fiyatında

⁵⁸ “The Commodity Futures Modernization Act of 2000”, (Appendix E of P.L.106-554, 114 Stat. 2763), 14 Aralık 2000, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrrulesandstatutoryauthority/documents/file/ogchr5660.pdf>.

ani veya sebepsiz veya garanti dışı dalgalanmalara sebebiyet veren aşırı spekülasyonun varlığının tespiti durumunda CFTC, faaliyetleri azaltma, durdurma veya önleme yetkilerine sahiptir. Ayrıca CFTC arbitraj gibi işlemlerin yapılmamasına yönelik karar alma ve “uluslararası arbitraj” terimini tanımlama yetkisine sahip olmuştur.

Ek olarak hilesiz hedging işlemlerine CFTC tarafından oluşturulan hiçbir kural, düzenleme veya hüküm uygulanmayacaktır. Bu muafiyet ile bir mal veya ürünün üreticileri, satın alımcıları, satıcıları, komisyoncuları ve son kullanıcıları bir borsada işlem gören uygun bir vadeli işlem kontratı ile kanuna uygun işlerine yönelik ihtiyaçlarını hedge edebilmektedirler.

2000 yılı Kanunu ile bazı işlem yasakları da gündeme gelmiştir. Buna göre doğru veya hakiki olmayan bir fiyatın raporlanmasına veya kayda alınmasına sebep olan işlemler ve sahte satışlar söz konusu kanun ile yasaklanmıştır.

CFTC’nin yürürlüğe koymayı planladığı düzenlemelerin maliyetleri ve faydalarını göz önünde bulundurmak suretiyle hareket etmesi gerekliliği 2000 yılı Kanunu ile ortaya konmuştur. Kanun, fayda ve maliyet analizi yaparken birtakım unsurların dikkate alınması gerektiğini öne sürmüştür. Buna göre piyasa katılımcıları ve kamunun korunması; vadeli işlemler piyasasının etkinliği, rekabet yapısı ve finansal bütünlüğü; fiyat bulgusu; sağlıklı risk yönetim uygulamaları ve diğer kamusal unsurların dikkate alınarak fayda ve maliyet analizinin yapılması gerektiği Kanun’da yer almıştır.

2000 yılı Kanunu ile CFTC’nin yetki alanına girmeyen konular yer almaktadır. Buna göre CFTC, bir ulusal menkul kıymetler borsasında işlem gören yabancı paraya dayalı opsiyon işlemlerine dair düzenlemeler yapamaz. Ayrıca bankalar tarafından tanımlanmış ürünlerin düzenlenmesiyle ilişkili olarak CFTC, Kanunun ilgili hükümlerince yetkili kılınmamaktadır. Buna ek olarak 2000 yılı Kanunu ile korunaklı swap anlaşmalarına yönelik hükümler dahil edilmeyerek CFTC’nin söz konusu anlaşmalara yönelik düzenleme yapması yasaklanmıştır.

Finansal piyasalarda gelişmelere paralel olarak SEC yeni düzenlemeler yürürlüğe koymuştur. Piyasaların hız kazanmasında en önemli etkiye sahip olan

düzenlemelerden birisi de 2004 yılında yürürlüğe konan kanunla açığa satış işlemlerinde esnekliğin artırılmasıdır.⁵⁹ Bu esneklikten faydalanan yatırım bankalarının borçlanma seviyeleri artış eğilimi sergilemiş, bunun yanında 2005 yılında sub-prime mortgage pazarı 2000 yılında kaydedilen hacmin yedi katına çıkmıştır.⁶⁰ Bankaların daha düşük seviyede sermaye yeterliliğine sahip olmalarına neden olan bu yeni uygulama ile sub-prime ipoteklerini destekleyen ipoteğe dayalı menkul kıymetler pazarının büyümesinde hızlanma kaydedilmiş ve bunun yanında ticari bankaların kredi hacmi Eylül 2006’da toplam aktiflerinin %14’üne yükselmiştir. Ticari gayri menkul kredileri de risk-ağırlıklı sermaye büyüklüğünün üç katını aşmıştır.⁶¹ Sub-prime pazarının ciddi seviyelere yükselmesinin 2007 kredi krizine açık kapı bıraktığı söylenebilir.

2007 kredi krizi türev ürün uygulamalarının sistemik riske dönüştüğü en ciddi kriz konumundadır. Düzenleme esaslarının tam olarak sağlanmaması, yetersiz denetim ve gevşek uygulamalar yatırım bankalarına karşılayamayacak derecede sermaye gereksinimi doğurmuştur. Yüksek miktarda bu ürünlere sahip olan köklü yatırım bankalarından Lehman Brothers iflas ederken, Bear Stearns ve Merrill Lynch gibi birçok irili ufaklı yatırım bankaları da devlet kontrolüne geçmiş veya birleştirilmiştir.

Kredi krizinin piyasaları olumsuz bir şekilde etkilemesiyle birlikte ABD’de otoriteler yeni düzenlemelere gitmiştir. SEC, 15 Temmuz 2008 tarihinde yayınladığı olağanüstü durum emri ile yatırımcı korumasını sağlamak adına bazı menkul kıymetlere yönelik “çıplak” açığa satış işlemleri için sınırlama getirmiştir.⁶² 14 Ekim 2008’de SEC finansal hisselerine yönelik “çıplak” açığa satış işlemleri için yasaklama getirmiştir.⁶³ SEC, internet sitesinde “çıplak” açığa satış işlemini şu şekilde tanımlamaktadır: “Bir ‘çıplak’ açığa satış işleminde, satıcı borç almaz veya üç-günlük standart hesap döneminde alıcıya devir yapma zamanında menkul kıymet borç alımı yapmaz. Sonuç

⁵⁹ SEC, “Short Sales”, 17 CFR PARTS 240, 241 and 242 [Release No. 34-50103; File No. S7-23-03], 28 Temmuz 2004, <http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm>.

⁶⁰ BIS, 76th Annual Report 1 April 2005–31 March 2006, 26 Haziran 2006, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2006e.pdf?noframes=1>.

⁶¹ BIS, 77th Annual Report 1 April 2006–31 March 2007, 24 Haziran 2007, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.pdf?noframes=1>.

⁶² SEC, “SEC Enhances Investor Protections Against Naked Short Selling”, For Immediate Release 2008-143, 15 Temmuz 2008, <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-143.htm>.

⁶³ SEC, ““Naked” Short Selling Antifraud Rule”, 17 CFR PART 240 [Release No. 34-58774; File No. S7-08-08], 14 Ekim 2008, <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>.

olarak, devir zamanı geldiğinde satıcı alıcıya menkul kıymetleri devretmez".⁶⁴ 15 Ekim 2008'de de açığa satış işlemlerinin bildirilmesine yönelik kurallar ortaya koymuştur.⁶⁵

ABD hükümeti ekonomik durgunluğa sebep olan zayıf noktaları sağlamlaştırmak adına 2009 yılı Haziran ayında Finansal Düzenleyici Reform'un temellerini atmıştır.⁶⁶ Bu yeni taslağın amaçları arasında finansal piyasaları kapsamlı bir şekilde düzenleme altına alacak yeni bir sistem oluşturmak da yer almaktadır. Finansal piyasaların düzenlenmesiyle ilgili maddeler beş başlık altında toparlanmıştır:

1. Menkul kıymetleştirme Pazarının Güçlendirilmiş Denetimi ve Düzenlemesi:

- Menkul kıymetleştirilmiş kredi yüklenimlerinin kredi riskine sahip kurumlara yönelik düzenlemelerin getirilmesi,
- Piyasa katılımcılarının tazminini dayanak kredilerin uzun dönemli performansları ile uyumlu hale getirecek ek düzenlemelerin yapılması,
- SEC'in menkul kıymetleştirme pazarının şeffaflığını ve standardizasyonun artırma çabalarını sürdürmesi ve SEC'e verilecek kesin yetki ile varlığa dayalı menkul kıymet ihraççılarından sağlıklı raporlar talep etmek,
- SEC'in kredi derecelendirme kuruluşlarının daha sağlam şekilde düzenlenmesi çabalarına devam etmesi, çıkar çatışmalarını yöneten ve bildiren sağlıklı politikalar ve süreçleri teşvik edecek önlemleri almak, yapılandırılmış ve diğer ürünleri birbirinden ayırmak ve derecelendirme sürecinin doğruluğunu sağlamlaştırmak,
- Düzenleyici kurumların düzenleme ve denetim uygulamalarında kredi derecelendirme kullanımlarının mümkün olduğu ölçüde azaltılması.

2. CDS'leri (Credit Default Swaps) İçine Alan Tüm Tezgaüstü Türev Ürünlerinin Kapsamlı Düzenlemesinin Yaratılması:

- Bu piyasalarda finansal sistemi tehlikeye atacak riskleri içeren faaliyetlerin engellenmesi,

⁶⁴ SEC, "Naked Short Sales", <http://www.sec.gov/answers/nakedshortsale.htm>.

⁶⁵ SEC, "Disclosure Of Short Sales And Short Positions by Institutional Investment Managers", 17 CFR Parts 240 and 249 [Release No. 34-58785; File No. S7-31-08], 15 Ekim 2008, <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58785.pdf>.

⁶⁶ U.S. Department of the Treasury, "Financial Regulatory Reform: A New Foundation", 17 Haziran 2009, http://financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf.

- Bu piyasaların etkinlik ve şeffaflığının artırılması,
 - Hile, dolandırıcılık ve diğer piyasa suistimallerinin engellenmesi,
 - Tezgahüstü türev ürünlerin deneyimsiz taraflara pazarlanmayacağını garanti etmek.
3. Vadeli İşlemler ve Menkul Kıymetlerin Düzenlemesinin Uyumlaştırılması:
CFTC ve SEC vadeli işlemler ve menkul kıymetlerin düzenlemelerinin uyumlaştırılmasını sağlayacak kanun ve düzenleme değişikliklerine yönelik Kongre'ye tavsiyelerde bulunacak.
4. Sistemik Olarak Önemli Ödeme, Takas ve Hesap Ödeme Sistemlerinin ve İlgili Faaliyetlerin Gözetiminin Güçlendirilmesi
5. Sistemik Olarak Önemli Ödeme, Takas ve Hesap Ödeme Sistemlerinin Hesap Ödeme Kapasitelerinin ve Likidite Kaynaklarının Güçlendirilmesi.

Sağlıksız finansal sistemlerinin küresel kredi krizine dönüştüğünü kabul eden ABD hükümetinin bu yeni reform çalışmaları ile tüm sistemlerinin sağlamlaştırılması amaçlanmaktadır. Sadece kendi kurum ve kuruluşları arasında değil küresel bazda görüş alışverişi olarak reformun daha sağlam temellere oturtulması sağlanmak istenmektedir⁶⁷. Çok sayıda düzenleyici kurumun faaliyet göstermesinin tüm sistemin taşıdığı riski algılamayı önleyebilmektedir. Tek bir düzenleyici kurumun çatısı altında bu faaliyetlerin yürütülmesine inanılmaktadır. Finansal sistemi tehlikeye atmayacak şekilde türev ürünlerin kullanılması gerektiğini savunan yeni reform aslında ne Almanya örneğine ne de Türkiye'deki düzenlemelere aykırı düşmektedir. SPK ve BDDK'nın türev ürün kullanımına yönelik düzenlemeleri Türkiye finansal sisteminin kredi krizinden zarar görmemesi adına bir zırh görevi görmüştür.

2.3 Bankaların Türev Ürün Kullanımının Bankacılık Sektörüne Etkileri

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)'nın dünya genelinde içinde bankaların da bulunduğu en büyük 500 şirketi kapsayan ve 2009 yılında gerçekleştirdiği bir anket çalışmasında %94'ünün faaliyetlerini yürütebilmek ve

⁶⁷ The White House, June 2009, "Remarks By The President On 21st Century Financial Regulatory Reform", http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-Regulatory-Reform/

makroekonomik risklerden korunmak için türev ürün kullandıklarını duyurmuştur.⁶⁸ Raporda yer alan bir diğer sonuç da en çok kullanılan türev ürünlerin yabancı para ve faiz oranına dayalı türev ürünler olduğudur.

Bankalar başta faiz, döviz ve kredi riskleri olmak üzere diğer pek çok riskten korunmak için türev ürün kullanımını tercih etmektedirler.⁶⁹ Her ne kadar riskten korunmak adına türev ürün kullanımı tercih edilse de oldukça karmaşık yapıda olan türev ürünler bankaların yeni riskler taşımalarına neden olabilmektedir. Valverde 2005 yılında yayınladığı makalede bankaların bilanço dışı işlemler yapmak suretiyle maliyet ve karlılıklarının da arttığını ifade etmektedir.⁷⁰ Türev ürünlerin karmaşık yapıları geleneksel risk yönetimi modellerinin işlevselliğini yitirmesine neden olmuştur. Bu sebeple bankalar daha etkin ve esnek olan risk modelleri kullanma ihtiyacı duymuşlar ve böylece risk yönetimi ve modellemeler konusunda yol alınmasında etkili olunmuştur.

Türev ürünler ihtiyaçlar doğrultusunda oluşturulduğu için dinamik yapıya sahip olan finansal piyasalara ayak uydurabilmek adına türev ürün geliştirmede de bankalar gelişme göstermişlerdir. Düşük meblağlı, yeterli likiditeye sahip olmayan ve yeterli ölçüde uzun vadeli olmayan türev ürünler bankalar tarafından çok da rahatlıkla kullanılamamaktadır. Yüksek likiditeye sahip türev ürünlerin fiyatlanması çok daha kolay olurken düşük likiditeye sahip türev ürünlerin doğru bir şekilde fiyatlanıp fiyatlanmadığı da bankalar için önemli bir riski ortaya koymaktadır.

Bu bölümde bankaların türev ürün kullanımının bankacılık sektörünü nasıl etkilediği incelenecektir. Bu konuda başvurduğumuz literatür ve vak'a analizleri konunun boyutu hakkında ipuçları vereceklerdir.

⁶⁸ ISDA, Derivatives Usage Survey, 2009, <http://www.isda.org/press/press042309der.pdf> (25 Şubat 2010).

⁶⁹ Alan Reichert ve Yih-Wen Shyu, "Derivative Activities and the Risk of International Banks: A Market Index and VaR Approach", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 12, No. 5, 2003, ss. 489-511, ScienceDirect veri tabanı (18 Mart 2010).

⁷⁰ Santiago Carbó Valverde ve Francisco Rodríguez Fernández, "New Evidence of Scope Economies Among Lending, Deposit-Taking, Loan Commitments and Mutual Fund Activities", [Electronic Version] *Journal of Economics and Business*, Vol.57, No.3, May-June 2005, 187-207, http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MImg&_imagekey=B6V7T-4G4MHC5-2-S&_cdi=5851&_user=690989&_pii=S0148619505000251&_orig=search&_coverDate=06%2F30%2F2005&_sk=999429996&view=c&wchp=dGLzVzz-zSkWb&md5=a9e25c2ea3ad6e803c0c184acd65da46&ie=/sdarticle.pdf (25 Ekim 2008).

i. Rajendran (2007)

Rajendran 2007 yılında yayınlanan makalesinde türev ürün uygulamalarının bankacılık sektörüne olan olumlu ve olumsuz yanları belirlenmeye çalışılırken türev ürünlerden kaynaklanan yüklenimlerin bankaların aracılık rolünü nasıl etkiledikleri araştırılmıştır.⁷¹ Yazar türev ürün kullanımı ile ilgili olarak yapmış olduğu literatür taraması ile birtakım sonuçları ortaya çıkarmıştır:

- vadeli işlemin faydaları yanında faiz oranlarına dayalı türev ürünler kullanılarak yapılan hedging işleminin ideal bir risk yönetim çözümü olduğu,
- fakat buna rağmen bankaların daha çok devlet tahvili veya mevduat sertifikasına yönelik hedge işlemlerine odaklandıkları,
- türev ürün kullanımı ve ödünç verilmesinin tamamlayıcı aktiviteler olduğu,
- faiz oranına dayalı türev ürün kullanan bankaların bu finansal araçları kullanmayan bankalara göre ticari ve endüstriyel kredi portföylerinde daha büyük boyutta büyüme gerçekleştirdikleri,
- gerekenden daha düşük oranda sermayeye sahip bankaların varlıklarını iyileştirmek suretiyle sermaye durumlarını iyileştiremeyeceklerini,
- kredi kalitesi iyi seviyede olan bankaların bir sonraki sene kredi portföylerini artırma imkanı elde ettikleri,
- türev ürün kullanımının kredi portföyünün artmasında etkili olabileceği.

Rajendran, 2005 yılında 83 Hindistan bankasını kapsayan verileri kullanarak bu bankaların risk yapısı ve risk yönetim çerçevelerini belirlemiştir. Özel sektör bankalarının küçük ölçekli mevduat hacmine, yüksek risk yapısına ve risk yönetim faaliyetlerini dışsallaştırdıklarını görmüştür. Hint kamu bankalarının ise geniş mevduat hacmi ile yüksek risk profiline sahip olmalarına rağmen risk yönetim faaliyetlerini dışsallaştırmadıklarını ve bu anlamda çok daha gelenekçi yaklaştıklarını belirlemiştir. Yabancı bankalar ise düşük risk profiline sahip olmakla birlikte risklerini belli bir dereceye kadarını dışsallaştırmışlardır.

⁷¹ Madhumathi Rajendran, M., 2007, "Derivative Use by Banks in India", Academy of Banking Studies Journal, Volume 6, Number 1.

Rajendran türev ürün artışıyla ticari ve sanayi şirketlerine kullandıkları kredilerdeki büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirtirken türev ürün artışının önemli ölçüde küçük ölçekli mevduat yapısına sahip bankaları ve Hint özel bankalarını etkilediği sonucunu çıkarmıştır. Öte yandan kredi faaliyetlerini artırmak amacıyla kamu ve yabancı bankaların türev ürünlerini bir araç olarak kullandıklarını görmüştür. Bankaların türev ürün kullanımlarıyla ilişkili sınırlayıcı düzenlemelerin daha küçük ebatta kredi büyümesine sebep olabileceğini belirtmiştir.

ii. Becker ve Fabbro (2006)

Chris Becker ve Daniel Fabbro 2006 yılında yayınlanan makalelerinde hedging yaparak yabancı para yükümlülüğünün sınırlandırılmasına yönelik araştırma sonuçlarını sıralamışlardır.⁷² Aralık 1983 yılında Avustralya doları serbest işlem görmeye bırakılması sonrasında Avustralya ekonomisi önemli derecedeki kur dalgalanmalarına karşı esnekliğini kanıtladığını söyleyen yazarlar şirketlerin kur değişimlerine karşı nasıl kendilerini adapte edeceklerini öğrenmeleriyle birlikte bu esnekliğin zamanla daha da güçlendiğini belirtmişlerdir. Buna katkı sağlayan önemli gelişmeler olarak mali ve mali dışı şirketlerin hedging yapma pratiklerinde gelişme kaydetmeleri vurgulanmaktadır. Makalede yer alan anlamı ile hedging, yerleşiklerin işlemler veya sahip oldukları yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerinin kurdaki değişimlere karşı maruz kaldıkları riskleri azaltmak veya yok etmek için yaptıkları finansal türev işlem faaliyetleridir. Hem finans hem de finans dışında faaliyet gösteren şirketler kur riskini azaltmak için hedging yapmanın uygun olmadığı, oldukça maliyetli olduğu veya yetersiz kaldığı durumlarda menkul kıymetlere dayanan türev anlaşmaları yapmayı tercih edebileceği de ifade edilmektedir. Genelde uygulanan türev ürün sözleşmeleri arasında ise yabancı para vadeli (forward) kontratları, çapraz para birimi faiz oranı swapları ve yabancı para opsiyonları sayılmıştır.

Yazarlar yayınladıkları bu makalede doğrudan bilanço ve işlem yükümlülüklerinin yabancı para hedging işlemlerini incelemişler ve Avustralya ekonomisi için bunların geniş çaplı anlamlarını değerlendirmişlerdir. Buna istinaden de

⁷² Chris Becker, Daniel Fabbro, 2006, "Limiting Foreign Exchange Exposure Through Hedging: Australian Experience", Reserve Bank of Australia.

Avustralya İstatistik Kurumu'nun 2001 ve 2005 yıllarında yabancı para yüklenimleri ve hedging pratikleri ile ilgili veri setini kapsayan ve hem mali hem de mali dışı şirketlerin geniş çapta türev ürün kullanarak yabancı para yüklenimlerini hedge etmek için Avustralya dolarına döndüklerini gösteren anket sonuçlarını kullanmışlardır. Yazarlar yayınladıkları bu makale ile kur değişikliklerine bağlı işlem ve bilanço yüklenimlerindeki kazanç veya kayıplara odaklanmışlardır.

Makaleye göre işlem yüklenimleri mali dışı şirketlerin uluslararası ticareti sonucunda hasılat ve ödemelerin genelde yabancı para cinsinden yapılıyor olması sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Finansal şirketler için bilanço yüklenimi ise yabancı para cinsinden sahip olunan varlık ve yükümlülükler sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bazı çokuluslu mali dışı şirketler offshore (kıyı ötesi) operasyonları ile bilançolarında yer alan yabancı para cinsinden olan varlık veya yükümlülüklerini Avustralya dolarına çevirmeleri ile değerlemeye karşı risk alıyor oldukları belirtilmektedir.

Makalede Avustralya'da firmaların ne kadar zaman dilimi için hedging yaptıklarına da değinilmiştir. Buna göre firmaların 1 yıldan daha kısa vadeli dönem için hedging işlemi yaptıkları ifade edilmektedir. Neden kısa vadeli olduklarına ilişkin olarak ortaya konan sebepler şu şekilde sıralanmaktadır: Uzun vadede firmaların risklerini sağlıklı bir şekilde taşıyıp taşıyamayacaklarına dair belirsizlik, hedge için yapılan türev işlemin vadesinde tarafların yükümlülüklerini yerine getirip getirmeyeceğine ilişkin belirsizlik ve bankaların uzun vadeli türev ürünlerini yüksek kredi riski sınıfına dahil etmeleri.

Avustralya örneğinde çokuluslu şirketlerin üçte biri türev işlemleri yaparak kendilerini hedge etmek yerine maliyet ve gelirleri veya varlık ve yükümlülüklerinde yeterli sayıda yabancı para dağılımına gitmek suretiyle bir diğer anlamıyla havuz sistemi yaparak bir doğal hedging stratejisi uygulamayı seçmişlerdir. Yazarlar bu sonuca kaynak olarak Fosler ve Winger'in 2004 yılında yaptıkları geniş çaplı anketi göstermişlerdir⁷³. Ayrıca Faff ve Marshall da 2002 yılında ABD, İngiltere ve Asya-

⁷³ Fosler G and E Winger (2004), "Do Exchange Rates Matter? A Global Survey of CEOs and CFOs on Exchange Rates", The Conference Board Research Report No R-1349-04-RR.

Pasifik bölgesindeki çokuluslu şirketleri kapsayan makalelerinde ise havuz sisteminin genel bir doğal hedging stratejisi olduğunu ortaya çıkarmışlardır⁷⁴.

Hedging ile ilgili riskler arasında özellikle yapılan hedge işleminin yenilenmesi zamanında ne şartlarda hedge yapılabileceği hem mali hem de mali dışı şirketler için belirsizlik taşımaktadır. Makroekonomik şartlara göre hedging maliyetlerinin azalıyor veya artıyor olması hedging işlemlerinin yenilenip yenilenemeyeceği kararında etkili olmaktadır. Her iki taraf için de bakıldığında geniş çapta uygulanan bu sistemin finansal sisteme zarar vermemesi de önem arz etmektedir.

Bu çalışma bize makroekonomik şokların finansal sisteme en az zarar verebilecek düzeyde finansal sistemin sağlam temellere dayanması gerektiğini ifade etmektedir. Böylece reel ve mali sektör karşılıklı ilişkilerini sağlıklı bir şekilde sürdürebileceklerdir.

iii. Norvald (2003)

2003 yılında Norvald Instefjord kredi türevleri işlemlerinin hem reel hem de mali sektörce yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmasıyla birlikte bankalara ne boyutta risk yükleyeceğini araştıran bir makale yayınlamıştır.⁷⁵ Yazar bu makale ile bankanın ne kadar iyi bir şekilde risk yönetimi yapıyor ve riskini ölçebiliyor olmasına bakılmaksızın bu türlü enstrümanları kullanmak suretiyle hangi faktörlerin bankanın risk yapısını artırdığını belirlemeye çalışmıştır. Özellikle de risk ölçümünün yetersiz kaldığı durumlarda bu faktörlerin hayati önem arzettiğine inanan Instefjord bankalardaki risk kontrolüne ilişkin olası yollara da makalesinde yer vermiştir.

Yaptığı ampirik çalışma sonrasında Instefjord şu sonuçları ortaya çıkarmıştır:

- Banka risk yönetimi adına türev ürün portföyünü artırdığında risk kazanımını daha agresif olarak dışarıya aktarma yoluna giderler.

⁷⁴ Faff, R., Marshall, A.P., 2002, "The Choice of Foreign Exchange Hedging Techniques: An International Study", JA Batten and TA Fetherston (eds), Financial Risk and Financial Risk Management, Elsevier Science, Oxford, pp 137-172.

⁷⁵ Norvald Instefjord, 2003, "Risk And Hedging: Do Credit Derivatives Increase Bank Risk?", Banque de France.

- Fakat yeni kazanılan risklerin ne kadarının transfer edildiği de kredinin fiyatına ve dayandığı kredi pazarının fiyat esnekliğine bağlı.
- Eğer kredi pazarı fazla esnek ise banka kredi pazarında türev ürünlere daha fazla yoğunlaşacaktır ki bu da bankanın istikrarını bozabilmektedir.
- Eğer kredi pazarı çok düşük esnekliğe sahipse de bankacılık sektörü ancak kredi türev pazarında gelişme olduğu takdirde istikrara kavuşacaktır.
- Esnek kredi piyasasında faaliyet gösteren bankalar risklerini azaltmak için kredi türevleri kullandıkça riskleri de artmaktadır.

2.4 Türkiye’de Gelişmiş Bir Türev Ürün Pazarının Bankacılık Sektörümüze Olası Etkileri

Çalışmamızın bu bölümünde uluslararası türev ürün düzenlemelerini inceledik, literatürde türev ürün uygulamalarının bankacılık sektörünü nasıl etkilediğini araştırdık. Acaba Türkiye’de henüz yeni yeni gelişmeye başlayan türev ürün pazarının, finansal piyasalarda kalıcı istikrarın sağlanmasıyla birlikte, daha gelişmiş bir pazar konumuna gelmesi bankacılık sektörümüzü nasıl etkileyecektir?

Dünya genelinde vadeli işlem ve opsiyon borsalarında 2007 verilerine göre toplam işlem hacmi 2,2 katrilyon ABD doları ve işlem gören sözleşme adedi ise 15 milyar civarındadır⁷⁶. Tezgah-üstü-piyasada işlem gören türev ürün hacmi organize piyasaların 10 katından fazladır. BIS verilerine göre 2007 Haziran sonunda 11,1 trilyon ABD doları seviyesinde olan pazar büyüklüğü 2008 Aralık ayında 32,2 trilyon ABD doları seviyesine kadar yükselmiştir. 2009 Aralık ayında sözkonusu rakam 25,3 trilyon ABD doları seviyesindedir.⁷⁷

Türkiye’de VOB, 2002 yılından beri faaliyetlerini sürdürmektedir. 2009 yılında toplam işlem hacmi 334 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.⁷⁸ Bunlar sadece organize piyasalarda güncellenen verilere ait bilgiler olup tezgahüstü piyasalarda bu rakamların üzerinde bir işlem hacmi olduğu bilinmektedir.

⁷⁶ www.vob.org.tr

⁷⁷ BIS, *Quarterly Review*, Aralık 2009, <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>.

⁷⁸ VOB, **VOBJEKTİF**, Ocak 2010, Sayı 14, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vobjektif14.pdf>, (16 Haziran 2010).

Resmi rakamlar Türkiye’de henüz gelişmiş bir türev ürün piyasasına işaret etmemektedir. Bankacılar tezgahüstü piyasada daha çok forward, swap ve mevduata dayalı ve mevduat getirisinin üzerinde getiri imkanı sunan DCD ürünlerini sunduklarını ifade etmektedirler. Vergisel konuların bu ürünlerin etkin olarak kullanılmasının önünde engel olduğuna dikkat çekilmektedir.

Gelişmiş bir Türk Fon Pazarı özellikle daha fazla sayıda ve çeşitlilikte yapılandırılmış ürün ihtiyacına işaret etmektedir. Gelişmiş bir fon pazarı ile VOB hacminin orantısal olarak artabileceğini düşünebiliriz. Bankalarımız, yeni ürünlerin geliştirilmesi ile birlikte maruz kalabilecekleri riskleri sıralamaya çalışalım:

- *Sermaye yeterliliği...* ABD’de sub-prime krizi, bankaları sermaye yeterliliklerini sağlayamaz konumuna getirdi. Banka iflaslarına tanık olduk. BDDK düzenlemeleri Türk bankalarına bu krizde kalkan görevi yaptı. Yapılandırılmış ürün pazarında gelişmeyle birlikte bankalar sermaye yeterliliklerini tehlikeye düşürmeyecek şekilde hareket etmeleri gerekmektedir.
- *İç kontrol ve denetim...* ABD sub-prime krizi, bankaları iç kontrol ve denetimde basiretsiz davranışların sergilendiği gerçeğini ortaya çıkardı. BDDK düzenlemeleri sıkı bir iç kontrol ve denetim mekanizmasının sürdürülmesini şart koşuyor. Yeni yapılandırılmış ürünlerle ilgili sağlıklı kuralların ortaya konması ve işlerliği sağlamaya yönelik etkin uygulamalar bankacılık sisteminin mevcut sağlam temelini destekleyebilir.
- *Gelişmiş risk yönetimi uygulamaları...* ABD sub-prime krizi risk yönetimi uygulamalarının doğru sinyallerin üretilmesinde yetersiz kaldığı veya gerekli tedbirlerin alınmadığı gerçeğini ortaya çıkardı. Türkiye’de bankacılık sektörü BDDK düzenlemeleri ile gelişmiş risk yönetimi uygulamak, düzenli raporlamalar tutmak, bu raporları zamanında yetkili otoriteye bildirmek ve olağanüstü durumları ivedilikle yetkili otoriteye raporlamakla yükümlüdürler. Risk modellerinin tutarlılığından, güncelliğinden ve yeni gelişmelere uyarlanabilecek modeller olmasından emin olunmalıdır. Kullanılan risk modellerinin karmaşık matematiksel fiyatlamalara dayalı

yapılandırılmış ürünlerden doğacak olası riskleri değerlendirebilecek ve ölçebilecek bir yapıda olması gerekmektedir.

- *Ürün geliştirme ve fiyatlama konusunda yeterli bilgi ve beceriye sahip işgücü...* Finansal ürünlerin geliştirilmesi yanında doğru fiyatlamasının yapılması konu hakkında yeterli bilgi ve beceriye sahip işgücüyle mümkün olabileceğini söyleyebiliriz. Tutarsız fiyatlamalar bankaların üstlenebilecekleri riski artırarak karlılıklarını tehlikeye düşürebilir. Fiyatlamada kontrol sisteminin sağlanması gerekmektedir.
- *Kredi türevleri...* Finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ile artan likidite, beraberinde kredi hacminde artışı getirebilir. Bankaların büyüyen kredi portföylerini iyi yönetebilmelerinin yanında maruz kalınacak risklerin de iyi tayin edilip sağlıklı ölçümler yapmaları gerekebilir. Kredi türev ürünlerinin bu risklerin hedge edilmesinde önemli bir araç olduğu söylenebilir. Kredilere dayalı türev ürünlerin geliştirilmesi ve sağlıklı fiyatlamasının yapılması konuyla ilgili yeterli bilgiye sahip işgücünün varlığıyla mümkün olabileceği söylenebilir.
- *Likiditesi yüksek türev ürünler...* Bankaların likiditesi yüksek yapılandırılmış ürün geliştirmeleri yüksek tasarruf miktarına sahip özel müşteri tabanlarının genişlemesinde etkili olabilir. Likiditesi düşük ürünlerin alım satım kotasyonları arasındaki aralık geniş olurken zarar potansiyelleri de yükselmektedir. Likiditesi yüksek yatırım araçlarının tercih edilmesi bu tür ürünlere olan eğilimi azaltmaktadır. Bankaların likiditesi yüksek özel ürünler geliştirmeleri düşük maliyetli ürün yelpazelerini genişletirken müşteri tabanlarının da artmasında katkıda bulunabilecektir.

3. BÖLÜM

YATIRIM FONLARINDA RİSK ÖLÇÜMÜ VE DÜZENLEMESİ

AB’de UCITS Düzenlemeleri, Almanya’da Türev Ürün Düzenlemeleri, Türkiye’de SPK sahip olunan finansal varlıklardan doğan risklerin ölçülmesi, hesaplanması, kontrolü ve takibi konusunda sıkı düzenlemeler getirmiştir. Düzenleyici otoriteler portföylerin risk ölçüm ve hesaplanmasında güncel ve gelişmiş risk modellerinin kullanılmasını istemektedirler. Çalışmamızın bu bölümünde risklerin sadece piyasa riski ile ilintili kısmına yönelik hesaplama teknikleri üzerinde duracağız.

UCITS Direktifleri, Derivateverordnung ve SPK piyasa riskinin hesaplanmasında RMD (VaR) modelinin kullanılmasını önermektedir. VaR modeli 1994’te JP Morgan’ın yayınladığı RiskMetrics ile finansal piyasalarda uygulama bacağı tanıtılmış⁷⁹ ve sonrasında modelin kullanılması yaygınlaşmıştır. Nisan 1995’te Basel Komitesi⁸⁰ ve Haziran 1995’te ABD’de Fed⁸¹ bankaların piyasa riski için sermaye yeterliliğinin hesaplanmasında VaR modelinin kullanılmasını istemiştir ("Risk-Based Capital Standards: Market Risk", Vol. 60, No. 142 (25 July 1995)). SEC Aralık 1995’te⁸² şirketlerin piyasa riski ile ilintili riskinin VaR ile hesaplanabileceği görüşünü ortaya koyarken 1996’da yürürlüğe giren AB Sermaye Yeterliliği Direktifi’nde⁸³ yine piyasa riski ile ilgili olarak sermaye yeterliliği hesabında VaR modelinin kullanılacağı belirtilmiştir. Böylece VaR modeli tüm dünyada yaygın bir uygulama alanı bulmuştur.

Portföy yönetiminin risk bacağında yaygın bir şekilde kullanılan VaR modelinin geliştirilmesi sonrasında Benchmark VaR ve Görece VaR modelleri finansal

⁷⁹ RiskMetrics Group, "Company History", <http://www.riskmetrics.com/history> (18 Mart 2010).

⁸⁰ Basel Committee on Banking Supervision, "Basel Capital Accord: Treatment of Potential Exposure for Off-Balance Sheet Items", Nisan 1995, <http://www.bis.org/publ/bcbs18.pdf?noframes=1> (18 Mart 2010).

⁸¹ FDIC, "Inactive Financial Institution Letters", <http://www.fdic.gov/news/news/inactivefinancial/1995/fi19550a.html>, (18 Mart 2010).

⁸² SEC, "Proposed Amendments to Require Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Qualitative and Quantitative Information About Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments", Release Nos. 33-7250; 34-36643; IC-21625; File No. S7-35-95, 28 Aralık 1995, <http://www.sec.gov/rules/proposed/derrel.txt> (18 Mart 2010).

⁸³ Thomas J. Linsmeier ve Neil D. Pearson, "Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk", 1996, <http://www.exinfm.com/training/pdfiles/valueatrisk.pdf> (18 Mart 2010).

piyasa uygulamalarında yerini almıştır. Dünyada olduğu gibi Türkiye’de de piyasa riskinin hesaplama bacağına yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.

Bu bölümde kıstas hakkında kısa bir bilgi verilecek ve ardından Benchmark VaR hesaplama yöntemi tanıtılmaya çalışılacaktır. Devamında Benchmark VaR modelinin krizlere etkisi, serbest fonlarda kullanımı ve SPK düzenlemelerindeki yeri araştırılacaktır.

3.1 Relative VaR (R-VaR)

Modern portföy teorisinin temelleri 1952’de Harry Markowitz tarafından atılmıştır⁸⁴. Portföy yönetiminde portföy yöneticileri risk-getiri ilişkisine başvurur ve stratejilerin belirlenmesinde arzu ettikleri getiri için ne büyüklükte risk almaya razı oldukları ortaya konur. Portföyler, farklı risk-getiri ikililerini ifade eden pozisyonların oluşturduğu bir küme olarak adlandırılabilir.

Piyasa şartlarının her an değişkenlik göstermesi ile risk-getiri ilişkisinin dinamik bir yapıya sahip olmaktadır. Risk-getiri ikililerinde ortaya çıkan değişikliklere göre portföy yöneticileri pozisyonlarını sürekli olarak gözden geçirmekte ve dinamik bir şekilde pozisyonlarında değişikliğe gitmektedirler. Anlık risk-getiri ilişkisinin yanında ileriye dönük beklentiler de pozisyon değişikliklerinde önemli rol oynamaktadırlar.

Portföy yöneticileri performanslarını ölçerken mutlak getirilerinin yanında görece performanslarını da dikkate almaktadırlar. Görece (relative) performans hesaplanırken ilgili dönemde elde edilen getiri, alternatif yatırım araçlarının performanslarıyla karşılaştırılmaktadır. Portföy yöneticileri mutlak getirilerinin yanında görece performanslarını ölçmek suretiyle daha somut ölçümler ortaya koymaktadırlar.

Portföyde yer alan yatırım araçlarına ait riskler gelişmiş risk yönetimi teknikleriyle hesaplanmaktadır. Portföy yöneticileri risk yönetimi ile ilgili teknikleri kullanmak suretiyle sermayelerinin erimesine yönelik riskleri belirleyip bu risklerin azaltılmasına yönelik tedbirler almaktadırlar.

⁸⁴ Harry Markowitz, “Portfolio Selection”, [Electronic Version] *The Journal of Finance*, March 1952, Vol. 7, No. 1, ss.77-91, <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3APS%3E2.0.CO%3B2-1>.

Portföy yönetimi uygulamalarında risk-getiri ilişkisi en anlamlı şekilde uygulanmaya çalışılmaktadır. Alınan pozisyonların performansı elde edilen getiri ile maruz kalınan riske göre ölçümü ifade eder. Portföy yöneticileri aldıkları pozisyonların getirilerini ve maruz kaldığı riskleri önceden tayin ettikleri bir kıstasın (benchmark) aynı dönemdeki verileriyle kıyaslayarak performanslarını ölçerler. Takip hatası yöntemi, Sharpe rasyosu ve Treynor rasyosu gelişmiş performans ölçüm tekniklerindendir.⁸⁵ Riske göre ayarlanmış risk ölçüm tekniklerinden birisi olan Sharpe rasyosu belli bir vadede bir portföyün ortalama getirisinin o dönemdeki bir kıstasın ortalama getirisinden farkının portföyün o dönemdeki standart sapma değerine bölümünü ifade etmektedir.

$$Sharpe = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

Dowd (2000), Sharpe rasyosunun anlamlı sonuç verebilmesi için modelin gerisinde yatan ana varsayımların getirilerin normal dağılım göstermeleri ve yatırımların portföyün geri kalanıyla bağımsız olduğunu ifade etmekte ve bu sınırlamayı ortadan kaldırmak adına genelleştirilmiş Sharpe rasyosu kavramını geliştirmiştir.⁸⁶ Dowd, geliştirilmiş Sharpe rasyosunda risk ölçümü için getirilerin standart sapması yerine portföyün VaR değerini kullanmaktadır. Kıstas olarak nakit bir kıstas portföyü baz alırken çalışmasını daha riskli bir kıstas portföy için de geliştirmiştir. Öte yandan riskli kıstas portföyün seçimi konusunda da dikkatli olunması gerektiğini savunmuştur.

Aktif portföy yönetimi uygulamalarında kullanılan tekniklerden biri olan *takip hatası* (*tracking error*) yönteminde portföy yöneticileri, portföyün getirisi ile tayin ettikleri kıstasın getirisi arasındaki farkın standart sapmasını ölçmektedir. Takip hatası yönteminde başvuru en yaygın uygulama takip edilen portföy ve bir endeks arasındaki logaritmik oran veya yüzdesel değişimin farklarını temel alan getiri farkına bakılmasıdır. Genel uygulamada takip hatası varyansına ve takip hatasının

⁸⁵ Niyazi Berk. **Finansal Yönetim**, 8. Basım, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2005.

⁸⁶ Kevin Dowd, "Adjusting for Risk: An Improved Sharpe Ratio", *International Review of Economics and Finance*, Temmuz 2000, Vol. 9, No. 3, ss. 209-222, ScienceDirect veri tabanı (20 Mart 2010).

ortalamasının karesine (tracking mean square error) bakılarak hesaplanmaktadır.⁸⁷ Diğer bir ifadeyle takip hatası iki parametreden oluşmaktadır: getiri ve risk. Takip hatası varyansı ve takip hatası ortalaması karesi sırasıyla aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$S = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - R_i - (\bar{r}_i - \bar{R}_i))^2$$

$$M = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - R_i)^2$$

r_i takip portföyün getirisini, R_i endeksin getirisini, $\bar{r}_i$ takip portföyün ortalama getirisini ve $\bar{R}_i$ endeksin ortalama getirisini göstermektedir.

Portföy yönetimini aktif bir şekilde uygulayan portföy yöneticileri belirledikleri bir kıstas üzerine maximum getiriye sağlayacak minimum takip hatası varyansına sahip portföy oluşturmayı amaçlamaktadırlar.⁸⁸

Takip hatası portföyün geçmiş performansı ile ilgilidir, geleceğe dair bir anlam ifade etmemektedir. Portföyün ileriye dönük olarak potansiyel takip hatası seviyesini ölçmek için takip hatası modeline VaR modeli uygulanmaktadır. Takip hatası yöntemine uyarlanmış VaR modeli sadece portföyün kendisini değil kıstas portföyü de hesaplamaya dahil etmektedir.

Takip hatası hesaplanırken öncelikle portföyün beklenen getirisi hesaplanır ve sonra bu değer benchmark getirisinden çıkartılır. Portföy yönetimi diliyle ifade etmek gerekirse, açığa satış yapılan benchmark portföyde kısa pozisyona sahip olunurken mevcut portföyde uzun pozisyon alınmaktadır. Kısa ve uzun pozisyondan oluşan bu portföy karmasının VaR değeri hesaplanarak **Görece VaR** (Relative VaR) değeri bulunmaktadır. Görece VaR (R-VaR) önceden belirlenmiş bir kıstasın altında getiri sağlama riskini ifade etmektedir. Uygulamada Benchmark VaR olarak da ifade edilebilmektedir.

⁸⁷ Francesco Corielli ve Massimiliano Marcellino, "Factor Based Index Tracking", Journal of Banking & Finance, Ağustos 2006, Vol. 30, No. 8, ss. 2215-2233, ScienceDirect veri tabanı (22 Mart 2010).

⁸⁸ Gordon J. Alexander ve Alexandre M. Baptista, "Active Portfolio Management With Benchmarking: A Frontier Based On Alpha", Journal of Banking & Finance, Basım Aşamasında, Düzeltilmiş, 10 Şubat 2010 itibarıyla mevcut, ScienceDirect veri tabanı (23 Mart 2010).

Sayısal olarak ifade edilirse, “Örneğin %99 güven aralığında 8 milyon ABD doları değerinde 1-aylık görece VaR değeri, ortalamada sadece 100 ayda 1 ay piyasa hareketlerine bağlı olarak kıstasın en az 8 milyon ABD doları altında kalma beklentisi anlamına gelmektedir”.⁸⁹

Maspero ve Saita (2002) R-VaR değerini şu şekilde tanımlamaktadır: “Görece VaR, belli bir zaman diliminde ve belli bir güvenlik aralığında aşılamayan takip hatası seviyesi olarak tanımlanmaktadır”⁹⁰. Portföy getirisi ile kıstas getiri arasındaki farkın (getiri fazlası-excess return) standart sapması olarak ifade edilen takip hatasında eğer getiri fazlası normal dağılım gösteriyorsa o zaman takip hatası %84 güven aralığında Görece VaR’a eşit olmaktadır.⁹¹

1 günlük R-VaR değeri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Görece VaR} = -\text{Portföy Büyüklüğü} * [\text{Portföy Getirisi} + (\text{Standart Sapma Sayısı} * \text{Portföyün Standart Sapması})]$$

Takip hatası değeri ile VaR yöntemi arasında karşılaştırma yapmak gerekirse:

- Takip hatası, portföy getirisinin bir kıstasa göre getirisi olarak ele alındığında, hem negatif hem de pozitif değerler alabilir. Fakat VaR değeri belli bir dönem için belli bir güven aralığındaki kayıp miktarını verir, negatif değerleri ifade eder.
- Belirli bir zaman dilimi için VaR değeri hesaplanırken genelde elde tutma süresi olarak 10 gün alınırken takip hatası yönteminde istenilen her zaman diliminde hesaplama yapılabilir. Genel uygulamaya göre aylık verilerin hesaplandığına işaret edilmektedir⁹².

⁸⁹ RiskMetrics Group, “Risk Management: A Practical Guide”, 1999, http://www.wu.ac.at/banking/sbw1/lvs_ss/vk4/rmguid.pdf (1 Nisan 2010).

⁹⁰ Davide Maspero ve Francesco Saita, “Risk Measurement for Asset Managers: a Test of Relative VaR”, Newfin, 2002, No. 6, Università Bocconi.

⁹¹ Jorge Mina ve Gavin Watson, “Value-at-Risk for Asset Managers”, RiskMetrics Journal, http://www.riskmetrics.com/system/files/private/rmj4q00_VaR_Asset_Managers.pdf (8 Nisan 2010).

⁹² Katerina Simons, “The Use of Value at Risk by Institutional Investors”, New England Economic Review, New England Economic Review, 2000, Kasım/Aralık 2000, ss. 21-30.

- Takip hatası geçmiş tarihsel verilere dayanarak hesaplanırken Görece VaR ileriye dönük bilgi vermektedir. Bu bilgiyi Mina ve Watson⁹³ mevcut portföyde yer alan varlıkların tarihsel getirilerini kullanarak portföyün kıstasa göre standart sapmasını tahmin eden R-VaR değeri olarak ifade etmektedirler.

Aşağıda bir örnek yardımıyla standart VaR ve R-VaR kavramları açıklanmaya çalışılacaktır. Hesaplamalarımızda 252 işgünü kapsayan 1-yıllık veri seti baz alınacaktır.

3.2 Standart VaR (VaR) Hesaplama Örneği

Bu bölümde bir portföyün VaR değeri hesaplanacaktır. Veri seti 252 işgünü kapsayan 1-yıllık tarihsel veriyi içermektedir. Portföy, İMKB-30 endeksinde yer alan üç hisse senedinden oluşmaktadır. 09.10.2008 ve 12.10.2009 tarihleri arasında %25 ağırlığında GARAN, %35 ağırlığında TUPRS ve %40 ağırlığında SAHOL hisselerinden oluşan bir portföyün 1 günlük VaR değeri hesaplanacaktır.

Verilen zaman aralığında GARAN, TUPRS ve SAHOL hisseleri ile İMKB30 endeksinin günlük beklenen getirileri ile varyans ve standart sapma değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

	Beklenen Getiri (Günlük Getiri) r	Varyans σ^2	Standart Sapma σ
GARAN	0,4101%	0,0013053	0,0361
TUPRS	0,1907%	0,0010136	0,0318
SAHOL	0,2110%	0,0013237	0,0364
İMKB30	0,2298%	0,0006519	0,0255

Hisselerin aynı dönem için hesaplanan kovaryans matrisi ise şu şekilde karşımıza çıkmaktadır:

⁹³ a.g.m., s.10.

	GARAN	TUPRS	SAHOL
GARAN	0,0013053	0,0006272	0,0009358
TUPRS	0,0006272	0,0010136	0,0006264
SAHOL	0,0009358	0,0006264	0,0013237

Portföyün günlük beklenen getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$E[r_p] = w_1 * E[r_1] + w_2 * E[r_2] + w_3 * E[r_3]$$

$$E[r_p] = \%25 * \%0,4101 + \%35 * \%0,1907 + \%40 * \%0,2110$$

$$E[r_p] = \%0,2537$$

Portföyün ilgili dönemdeki günlük beklenen getirisi %0,2537 olarak hesaplanmıştır. Portföyümüzün günlük getirilerinin varyansı ise aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$\text{var}[r_p] = \sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + w_3^2 \sigma_3^2 + 2(w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12} + w_1 w_3 \sigma_1 \sigma_3 \rho_{13} + w_2 w_3 \sigma_2 \sigma_3 \rho_{23})$$

Bilindiği gibi “ $\sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$ ” ifadesi “i” ve “j” dizilerinin kovaryansını vermektedir.

Yukarıdaki kovaryans matrisi kullanıldığı takdirde günlük getirilerin varyansı:

$$\begin{aligned} \text{var}[r_p] = \sigma_p^2 = & (\%25)^2 * (0,0013053) + (\%35)^2 * (0,0010136) + \\ & (\%40)^2 * (0,0013237) + 2(\%25 * \%35 * 0,0006272 + \%25 * \%40 * 0,0009358 + \\ & \%35 * \%40 * 0,0006264) \end{aligned}$$

$$\text{var}[r_p] = \sigma_p^2 = 0,00088985$$

Günlük getirilerin standart sapması ise varyans değerinin kareköküne eşit olduğundan sonuç şöyle çıkmaktadır:

$$\sigma_p = \sqrt{0,00088985} = 0,02983$$

Portföyün hesaplanan günlük beklenen getirisi, varyans ve standart sapması:

$E[r_p]$	0,2537%
σ_p^2	0,00088985
σ_p	0,02983

%99 güven aralığında portföyün 1 gün elde tutma süresi için VaR değeri şu şekilde karşımıza çıkmaktadır:

%99 güven aralığı için ortalamadan sapma değeri, normal dağılımın %1'lik kısmına (1-0,99) karşılık gelen ve bu değer ortalamadan kaç standart sapma gerisinde olduğunu gösteren değerdir; yaklaşık olarak 2,3263. Bir başka ifadeyle 100 gün içinde 1 gün beklenen zarar değeri %2,33'tür. Böylece 1 günlük VaR değeri aşağıdaki formülün yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$VaR = - (E[r_p] + StandartSapmaSayısı * \sigma_p)$$

$$VaR = - (\%0,2537 - 2,3263 * 0,02983)$$

$$VaR = 0,066859 = \%6,6859$$

Yukarıdaki formül yardımıyla %99 güven aralığında portföyümüzü 1 gün elde tutma süresine göre VaR değerini %6,6857 olarak hesapladık. Bir başka ifadeyle portföy büyüklüğümüz 10.000 TL ise bu durumda VaR değerimiz:

$$VaR = \%6,6859 * 10.000 = 668,59 \text{ TL olmaktadır.}$$

Ortalamanın 2,3263 aşağısında ve bu değer ortalamanın %1'inde ortaya çıkabilecek VaR değeri 668,59 TL'dir.

Genelleştirmek gerekirse t iş günü için RMD hesaplanmak istendiğinde ise 1 gün için bulunan RMD, $\sqrt{t}$ ile çarpılmak suretiyle hesaplanmaktadır.

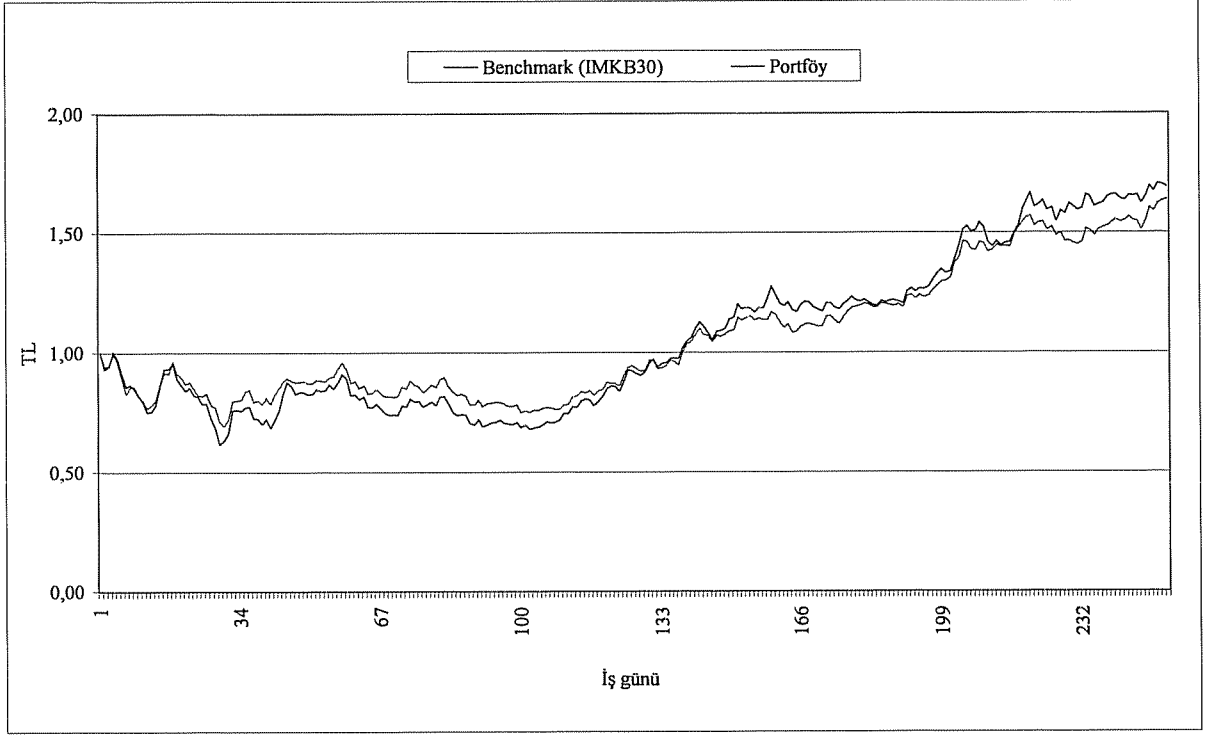
3.3 Relative VaR Hesaplama Örneği

Yukarıdaki örnekte 10bin TL değeriinde üç hisse senedinden oluşan portföyümüzün %99 güven aralığında 1 günlük elde tutma süresi için hesaplanan standart VaR değeri 668,59 TL olmuştur. Hesaplanan VaR değerine alternatif oluşturacak R-VaR değeri aşağıda hesaplanacaktır.

R-VaR değeri elde tutulan portföyün getirisi ile kıstas kabul edilen bir portföy veya endeksin getirisi arasındaki farkın RMD değeri olarak hesaplanacağı yukarıdaki bölümde belirtilmişti. Söz konusu değer, elde tutulan portföyde uzun pozisyona ve kıstas portföy veya endekste kısa pozisyona sahip olunan yeni bir portföyün RMD değerini göstermektedir.

Yukarıdaki sayısal yer alan GARA, TUPRS ve SAHOL hisselerinden ve sırasıyla %25, %35 ve %40 ağırlıklarla oluşan portföyün 09.10.2008 ve 12.10.2009 tarihleri arasındaki getirileri dikkate alınacaktır. Portföyün bu dönem zarfındaki günlük getirilerinin beklenen getiri, standart sapma ve varyans değerleri yukarıda hesaplanmıştı. Bu sefer portföyün performansını aynı tarih aralığında elde edilen İMKB30 endeks değerinin performansıyla kıyaslanacaktır.

Aşağıda İMKB30 ve elimizdeki portföye 09.10.2008 tarihinde 1'er TL yatırım yapılması halinde portföy değerlerinin 12.10.2009'a kadar izlediğı seyir Şekil 10'te gösterilmektedir:



Şekil 10. Örnek Portföy ve İMKB-30'un Tarihsel Değerleri

09.10.2008'de İMKB30 endeksine 1 TL'lik yatırım yapıldığında bu yatırımın 12.10.2009'da 1,64 TL; portföye 1 TL yatırım yapıldığında belirtilen zaman dilimi sonunda bu yatırım 1,69 TL değerine ulaştığı görülmektedir. Portföy, belirtilen zaman aralığında İMKB30 endeksinin yaklaşık %3 üzerinde getiri sağlamıştır.

R-VaR hesaplamak için “Portföy - İMKB30” portföyünün (portföyde uzun kıstas endekste ise kısa pozisyon olarak yeniden oluşturulacak portföyün) getirisine ve riskine bakılacaktır. İMKB30 endeksinde kısa pozisyonda olmayı matematiksel olarak “-İMKB30” ifade edildiğinde dikkat edilmesi gereken husus İMKB30 ve -İMKB30'un ters yönde getiri sağladığıdır. Aynı dönemde “-İMKB30” ve portföyün günlük değişimleri ile (Portföy - İMKB30) portföyünün istatistiksel verileri aşağıda Tablo 7’de özetlenmektedir:

	Beklenen Getiri (Günlük Getiri) r	Varyans σ^2	Standart Sapma σ
Portföy	0,2537%	0,00089174	0,0299
-İMKB30	-0,2298%	0,00065190	0,0255
Portföy - İMKB30	0,0238%	0,00016951	0,0130

Tablo 7. “Örnek Portföy - İMKB30” Portföyünün İstatistiksel Verileri

Mevcut portföy ve fark portföyün Sharpe rasyosu değerleri de hesaplanabilir. Ekim 2008 tarihinden itibaren TCMB verilerine göre 1 yıl boyunca 1-gecelik ters-repo faiz oranı ortalama yıllık %11,67 seviyesinde gerçekleşmiştir.⁹⁴ %15 stopaj düşüldüğünde net getiri yıllık %9,92 olmaktadır. Bulunan veriler ilgili formüle yerleştirildiğinde üç hisse senedinden oluşan portföyün Sharpe oranı 0,076 iken fark portföyün Sharpe oranı -0,003’tür. Burada getirilerin normal dağılım gösterdiği varsayılmaktadır. Risk yönetiminde ise getiri dağılımının zarar beklentisi dikkate alınmaktadır.⁹⁵ Mevcut portföyümüzün gelişmiş risk modellerine göre olası kaybını ölçerken VaR değerinden faydalanmaktayız. %99 güven aralığında 1 günlük R-VaR değeri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$R-VaR = - (\%0,0238 - 2,3263 * 0,01302) = \%3$$

Diğer bir ifadeyle portföyün ilk değerinin %3’ü R-VaR değeri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Vade başında (Portföy - İMKB30) portföy değerinin 10,000 TL olduğu varsayıldığında 1 günlük R-VaR değeri 300,50 TL olmaktadır. Ortalamanın 2,3263 aşağısında ve bu değer ötesinde verilen sürenin %1’inde ortaya çıkabilecek Benchmark VaR değeri (kıstas riske-maruz-değeri) 300,50 TL’dir.

Örnek portföyün Standart VaR değeri ve “Portföy - İMKB30” olarak oluşturulan portföyün R-VaR değerleri Tablo 13’te özetlenmektedir:

⁹⁴ TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Açık Piyasa Repo ve Ters Repo İşlemleri (Aylık), evds.tcmb.gov.tr (5 Nisan 2010).

⁹⁵ Chiuling Lu ve Diğerleri, “Applying VaR to REITs: A Comparison of Alternative Methods”, Review of Financial Economics, Nisan 2009, Vol. 18, No. 2, ss. 97-102, ScienceDirect veri tabanı (13 Nisan 2010).

Standart VaR	668.59 TL
Relative VaR	300.50 TL

Tablo 8. Standart VaR ve R-VaR Değerleri

Aşağıda Tablo 14’te her iki portföy arasındaki (üç hisse senedinden oluşan portföy ile bu portföyde uzun ve kıstas endekste kısa pozisyon içeren diğer portföyün) getiri/risk değerleri hesaplanarak gösterilmiştir:

	Portföy	Portföy-İMKB30
Beklenen Getiri (Günlük)	0.2537%	0.0238%
Günlük Getirilerin Standart Sapması	2.9862%	1.3020%
Standart VaR	668.59 TL	-
Relative VaR	-	300.50 TL
Getiri/VaR	0.00038%	0.00008%

Tablo 9. Örnek Portföy ve “Portföy - İMKB30” Portföyünün Getiri/VaR Değerleri

Örnek portföy verilen tarih aralığında günlük ortalama %0,2537 getiri sağlarken fark portföyü %0,0238 getiri sağlamıştır. Aynı dönemdeki günlük getirilerin standart sapması sırasıyla %2,9862 ve %1,302 değerlerine sahiptir. Aynı dönemde örnek portföyün VaR değeri %6,6859 iken sonradan oluşturulan fark portföyün VaR değeri %3 olmuştur. Üç hisse senedinden oluşan örnek portföyün “getiri/risk” oranı diğerine göre oldukça yukarıda %0,00038 iken sonradan oluşturulan fark portföyünün “getiri/risk” oranı %0,00008 olarak karşımıza çıkmaktadır.

“Getiri/Risk” oranı yüksek olan ve üç hisse senedinden oluşan ilk portföyün R-VaR değeri hesaplandı. Kullanılan R-VaR modelinin standart VaR modeline göre tutarlı olup olmadığını sorgulamak amacıyla backtesting yöntemine başvurulacaktır.

3.4 Backtesting Yöntemi

R-VaR modelinin tutarlı bir model olup olmadığı bu bölümde backtesting yöntemi kullanılarak araştırılacaktır. 252 iş gününü kapsayan tarih aralığında “Portföy - İMKB30” portföyün günlük değerleri ve bir gün sonraki kayıp ve kazançları hesaplanacaktır. Fark portföyün günlük değer kaybı ve kazançlarının (-268,62 TL; 412,85 TL) arasında dağıldığı görülmektedir. Söz konusu aralık, %99 güven aralığında 1 günlük tutma süresi ile 300,50 TL olarak hesaplanan R-VaR değerinin dışında kalmaktadır. Örnek portföyün aynı kriterlere göre hesaplanan standart VaR değeri ise 668,59 TL olarak hesaplanmıştı. Aynı dönemde örnek portföyün kayıp ve kazançları (-692,23 TL; 944,02 TL) arasında dağılmaktadır. Sayısal olarak 2 kez, hesaplanan VaR değerinin üzerinde bir kayıp yaşandığı tespit edilmektedir. Backtesting yöntemi ile elde edilen sonuçlar dikkate alındığında R-VaR yönteminin standart VaR modeline göre daha tutarlı sonuç verdiği görülmektedir.

3.5 Standart VaR Ve R-VaR Hesaplamalarının Uygulamadaki Yeri

Yukarıdaki bölümde bir örnek yardımıyla VaR ve R-VaR değerinin parametrik yaklaşımla nasıl hesaplandığı gösterildi. VaR değeri portföyün mutlak getirisini dikkate alırken R-VaR değeri elde tutulan portföy ve kıstas portföyün arasındaki getiri farkını dikkate almaktadır.

VaR değerleri portföy getirisinin kaç standart sapması kadar olduğuna işaret etmekte ve söz konusu değer portföy getirisinin normal dağılım sergilediği varsayımı altında hesaplanmaktadır.

Parametrik yaklaşıma alternatif olarak tarihsel simülasyon ve Monte Carlo yöntemleri kullanılarak VaR değerleri hesaplanabilmektedir. Tarihsel simülasyon geçmiş veri setini baz alırken oldukça zaman alan hesaplama tekniği olan Monte Carlo yöntemi için daha hızlı hesaplama yapabilecek güçlü bilgisayar sistemleri kullanılmaktadır.

VaR modelleri risk raporlaması, risk limitleri, düzenleme esaslarına göre sermaye yeterliliği, içsel sermaye tahsisi ve performans ölçümleri gibi birçok alanda

kullanılabilmektedir⁹⁶. VaR modeli tüm dünyada genel kabul görmüş bir risk ölçüm modelidir. ABD’de Fed ve SEC otoritelerinin VaR modellerinin kullanılmasını zorunlu tutarken Kredi Krizi’nin patlak vermesine giden süreçte sözkonusu model yeterli bir öngörü oluşturmamıştır. Risk yönetimi uygulamaları otoritelerin zorunlu tutmasıyla yerine getirilmesine rağmen sıkı denetim mekanizmasının yeterli derecede işlememesi bu olumsuz sonucu ortaya çıkaran sebeplerden birisi olarak söylenebilir. Risk yönetiminde otoritelerin düzenleme esasları kadar denetleme esaslarını da titizlikle belirlemeleri ve etkin denetim uygulamalarından taviz vermemeleri gerektiği önemli bir sonuç olarak ifade edilebilir.

Sub-prime ürün pazarının kontrolsüz bir şekilde büyümesi risk yönetimi uygulamalarında R-VaR modelinin kullanılması ile belki engellenebilirdi. R-VaR modelinde portföyü oluşturan varlıkları en iyi ifade edecek benchmark portföyün baz alınma zorunluluğu sermaye yeterliliği hesabında daha doğru bir bakış açısı kazandırabilirdi. Karmaşık yapıdaki portföylere yönelik kıstas olarak kabul edilecek bir portföyün oluşturulması kolay olamayabilmektedir. Bu özellik sub-prime ürünlerin yaygın bir şekilde kullanılmasında engelleyici bir rol üstlenebilirdi.

Çalışmamızın bu aşamasına kadar ABD, AB, Almanya ve Türkiye’deki risk yönetimi düzenlemeleri incelendi. Bu ülkelerdeki otoriteleri ortak paydada buluşturan noktaların başında risk yönetiminin piyasa riski ile ilgili kısmı için VaR modelinin hesaplanması gerekliliğidir. Tüm bu düzenlemelerde R-VaR gibi ileri VaR modellerinin kullanılmasına yönelik bir ayrıntı yer almamaktadır. Türkiye’de bankalar BDDK düzenlemeleri altında VaR hesaplaması yaparken aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri için SPK VaR ile ilgili henüz bir düzenleme yapmamıştır. Yazılı ve görsel basında yer aldığı üzere uygulamada R-VaR modelinin yaygın bir şekilde kullanıldığı ifade edilmektedir.

Serbest fonlar dikkate alındığında karmaşık yapıdaki yapılandırılmış ürünlere yatırım yapmaları ellerindeki portföylere kıstas kabul edilecek bir benchmark portföy veya endeksin varlığını sorgulamaktadır. Doğru temellere dayalı seçilmiş benchmark portföy veya endeks dikkate alınarak uygulanacak R-VaR modelinin sağlıklı sonuçlar

⁹⁶ Barry Schachter, “An Irreverent Guide to Value at Risk”, Financial Engineering News, Ağustos 1997, Vol. 1, No.1.

ortaya koyması beklenebilir. Öte yandan farklı VaR modellerine ait farklı büyüklükteki değerlerden hangisinin resmi veri olarak alınması gerekeceği otoritelerce kurala bağlanması faydalı olabilir.

4. BÖLÜM

FON YÖNETİMİ ÜRÜNLERİNİN BANKACILIK SEKTÖRÜNE ETKİLERİ HAKKINDA ANKET ÇALIŞMASI

Küresel krizin sona erdiği işaretleri yavaş yavaş gelmektedir. Finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasıyla birlikte Türkiye’de yeni açılımlar görebiliriz. Şu anki tabloda Türk bankacılık kesimi finansal sistemi domine etmektedir. Düşük faiz ortamı ve risk iştahında artışla birlikte bu tablo değişebilir. Yeni tabloda karşımıza çıkabilecek olası tablo şu şekilde ifade dileyebilir: Yatırım fonlarına olan talebin artması, türev piyasasında canlanma ve derinleşmeyle birlikte serbest yatırım fonu pazarının büyümesi ve AB’deki UCITS benzeri fonların benzerlerinin kurulması ile birlikte yatırım fonu pazarının finansal sistemdeki ağırlığını artması.

Çalışmamızın önceki bölümlerinde AB Komisyonu tarafından ortaya atılan ve Avrupa Tek Pazar hedefi altında oluşturulan UCITS fonları ve yönetim şirketleri ile ilişkili UCITS III Direktiflerini incelenerek Türkiye’deki yatırım fonu düzenlemeleri ile karşılaştırıldı. Uluslararası ve yurtiçindeki türev ürün ve serbest yatırım fonlarına ilişkin uygulama ve düzenlemeler incelendi. Üç başlık altında incelediğimiz sözkonusu anabölümlerinin Türkiye’de bankacılık sektörüne olası etkileri araştırılmaya çalışıldı.

Banka dışı finansal aktivitelerinin bankacılık sektörüne olası etkilerini analiz edilerek gelinen bu noktada bankacılık sektörünün serbest yatırım fon pazarı ve UCITS fonlarının gelişimine ne kadar hazır olduklarını, bu gelişimi destekleyip desteklemediklerini, gelişimin ve değişimin etkisiyle doğabilecek olası riskleri nasıl gördüklerini öğrenmeyi hedefliyoruz. Özele indiğimizde “Türkiye’de portföy yönetimi şirketlerinde risk yönetimi ölçme ve değerlemesinde bir düzenleme gereği var mı? Bu gelişmeye ne kadar hazırız ve yararlı olacağını düşünüyor muyuz?” sorularına yanıt bulmayı amaçlıyoruz.

4.1 Bankacılık Sektörü İçin Anket Çalışması

Küresel kredi krizi sonrasında Türk finansal kesiminde bankacılık sektörünün ağırlığını azaltacağı ve derinleşen türev piyasasıyla birlikte Türk fon pazarının ağırlığını

artıracağı öngörümüz ışığında, anket çalışmamızın ilk bölümünde, bankacılık kesiminde konu ile ilişkili yöneticilerimiz ne bekliyor, sistem bu yeniliklere açık mı anlamaya çalışacağız.

4.1.1 Anket Katılımcılarının Profili

2009 yılı Ocak-Şubat döneminde bankacılık sektörüne yönlendirdiğimiz anket çalışmamızda, anlamlı sonuçlar elde edebilmek adına, UCITS fonlar, serbest yatırım fonları ve türev ürünlerle ilgili genel bilgiye sahip olan yönetici konumundaki katılımcılar hedeflenmiştir. Türkiye bankacılık sisteminde konuyla ilgili olabilecek tüm birimlere anket yönlendirilmiştir.

Özellikle UCITS fonlar ve serbest fonlar Türkiye finansal sisteminin henüz tanışmadığı kavramlar olması ve yeterli bilgi birikimine sahip olunmaması ankete yönelik katılımcı kitlesini sınırlandırıcı bir etken olmuştur. Bankalardaki uygulamalarla ilgili bilgilerin anket çalışması yoluyla sunulması fikrine çekinceyle yaklaşan bazı bankalardan da cevap alınamamıştır.

45 kişiden oluşan anket katılımcıları tüm bankacılık sistemini kapsamasa da temel aldığımız üç ana başlık hakkında bilgi birikimine sahip, aralarında hem aktif hem de pasif sermaye piyasaları enstrümanlarına yönelik uygulayıcılar olan ve sektörde uzun süredir çalışan bir kitle olduğu söylenebilir. Anket cevaplarına yönelik genel bir fikir veren ağırlıklı bir kesime ulaşıldığı söylenebilir.

Bankacılık kesimine yönlendirilen anket çalışmasının sonuçlarını sıralamadan önce Türkiye’de finansal sistemin kısaca dünü ve bugünü özetlenecektir.

4.1.2 Türkiye’de Finansal Sistemin Kısaca Dünü Ve Bugünü

11 Ağustos 1989 tarihinde kabul edilen Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile Türkiye’ye döviz ithalinin, yurtdışında döviz alım satımının ve yurtdışına döviz transferinin serbestleşmesi ile birlikte bankaların döviz ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini yapabilmeleri ve sermaye piyasası mevzuatına göre düzenlenmiş her türlü türev araçların alım satımının SPK tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlarca sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde

teşkilatlandırılmış borsalarda gerçekleştirilmeye başlanması ile tam açık ekonomiye geçen Türkiye’de mali sektör yeni bir evreye girmiştir.

Küresel anlamda mali sektörde yaşanan gelişmelerle birlikte akademisyenlerin gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etmeye yönelik geliştirdikleri yeni teorilerin finans dünyasında uygulamaya başlanması ve yaygınlık kazanması türev ürünlerin küresel anlamda hızla kabul görmesinde etkili olduğu söylenebilir.

1990’lı yıllarda tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de yeni gelişmeler finans sektöründe yerini almaya başlamış ve paranın küresel bazda yayılım hızı da giderek artmıştır. Diğer yandan 1994 krizi, 1997 Doğu Asya Mali Krizi, 1998 Rusya Krizi, Kasım 2000 Krizi, 22 Şubat 2001 Krizi ve son olarak da 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan ve tüm dünyayı etkisi altına alan subprime krizi gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapmış olan sermaye sahiplerini güvenli limanlara yöneltmiş, bu durumdan Türkiye de olumsuz olarak etkilenmiştir.

Yüksek faiz ve değerli TL politikalarının ağırlık kazanması ve Türk bankacılık sektöründe yeterli düzenleme ve denetlemenin olmaması 2001 ve öncesi krizlerin tetikleyicisi olmuştur. 2001 ile birlikte bankacılık sektöründe sağlam temeller atılmış ve böylece yeni düzenlemelerle birlikte sağlıklı bir denetim ve gözetim mekanizması işlerlik kazanmıştır. Bu da Türk mali sektörünün sağlıklı yapıya kavuşmasında etkili olmuştur. Türkiye’de bankacılık düzenlemeleri bankacılık sektörünü daha sağlam bir yapıya kavuşturursa da 2008 ABD sub-prime krizi Türkiye’de kredi mekanizmasının durmasına neden olmuştur.

ABD sub-prime krizinin tetikleyici ABD’de yeterli denetime tabi olmayan türev enstrümanlardır. ABD’de oluşan kriz tüm dünya ekonomilerini olumsuz etkilemiş ve kredi mekanizmasını durma noktasına getirmiştir. Devamında başta ABD’de olmak üzere büyük banka iflaslarına tanık olundu. Türev enstrümanların tam bir düzenleme ve denetlemeye tabi tutulmadan aşırı boyutlarda kullanılması bankaların varlıklarını eritmiştir.

Krizin olumsuz etkileri Türkiye’de kredi mekanizmasını olumsuz etkilese de Türkiye diğer ülkelere göre daha şanslı olmuştur. Sağlam mali sektör yapısı krizin

büyük boyutlarda yaşanmasına engel olmuştur. Türkiye’de türev ürün uygulamalarının risk teşkil edecek boyutta sistemde yer almaması ve serbest yatırım fonları gibi denetimi sağlıklı olmayan unsurların Türkiye’de henüz derinlik kazanmaması Türkiye’nin şanslı konumunu desteklemektedir.

4.1.3 Türk Bankacılık Sistemine Yöneltilen Anket Ve Sonuçların Genel Bir Değerlendirmesi

Türkiye’de serbest yatırım fonlarının kurulması ve yaygınlaştırılmasına yönelik ilerlemeler sözkonusu iken bu gibi bir gelişmenin Türkiye mali sistemine yönelik etkilerini araştırmak faydalı olabilir.

Yüksek matematik ve finansal yöntemler kullanılarak yeni türev ürün geliştirme konusunda başarılı bir sektör olan serbest fonların likiditesi düşük enstrümanları sisteme dahil etmelerinin Türkiye finans sektörüne ne gibi etkileri olabilir? Türk bankacılık sektörü bu yeni gelişmelere hazırlık mı? Sektör genelinde bu konuda bir endişe var mı? Serbest fonların sistemde aktif olarak yer almasıyla birlikte bankacılık sektörüne yeni müşteri ve kaynak sağlanabilecek mi? Henüz UCITS fonları Türkiye’de kurulmamış olsa da yurtdışına ihraç edilebilecek bu tür fonların Türk mali sisteminde yer almasıyla birlikte bankacılık sektörümüz nasıl etkilenecektir? Bu gelişmelere Türkiye bankacılık sistemi nasıl bir tavır sergiliyor? Sektör genelinde yeni gelişmelere yönelik hazırlıklar var mı? En çok hangi alanlarda sektörün etkilenmesi bekleniyor? Türkiye fon pazarının gelişmesinde neler etkili olabilir? Pazarın gelişmesi bankacılık sektörünün mevduat tablosunu nasıl etkileyebilir? Yeni ürünler, yeni pazarlar bankacılık ve finans sektörünün risk yapısını nasıl etkiler? Tez çalışmamızda ilerledikçe ve Türkiye bankacılık sektörünün yapısı ve genel ekonomik durumu göz önüne aldığımızda bu gibi sorulara cevaplar bulmak istedik.

Bankacılık sektörünün yukarıda bahsettiğimiz yeni gelişmelere ne kadar istekli ve hazırlıklı olduklarını, gelişmelerin bankacılık ve finans sektörünü nasıl etkileyebileceğine ışık tutması açısından bankacılık sektörü çalışanlarına yönelik bir anket hazırladık. Bu ankette yer alan sorular aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

1. Bankacılık faaliyetlerine etkisi açısından gelişmiş yatırım fon piyasasının mevduat artışına doğrudan olumlu katkısından bahsedilebilir mi?
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
2. Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırlandırıldığını düşünüyorum.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
3. UCITS fonları ve serbest fonların Türkiye Fon Pazarı’na dahil olmasının bankacılık sektörüne katkısı ne olur?
 - Mevduat hacmi ve bununla birlikte mevduat verimliliği artar.
 - Özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesi ile birlikte özel müşterilerin sayısı artar.
 - Emanetçi bankacılığının oluşturulması gibi yeni faaliyet alanlarının geliştirilmesiyle birlikte bankacılık sektörünün gelişimine katkı sağlanır.
 - Çok daha esnek bir yazılım sistemine sahip olmalarına etkide bulunur.
 - Hepsi
4. Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün risk profili artar.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok

5. Son küresel finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel müşteri tabanının geliştirileceğine inanıyorum.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
6. Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesi sistemik riski artırır.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
7. Olası risklerine rağmen Türkiye’de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini destekliyorum.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
8. Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağına inanıyorum.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
9. Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün alması gereken tedbirler neler olabilir?
- Serbest fonların erken itfası ve/veya iflasına yönelik erken uyarı sistemleri geliştirmek.

- Risk yönetimi uygulamalarını geliştirmek.
- Altyapılarını güçlendirmek.
- Piyasadaki rekabetin artması ve komisyon gelirlerindeki düşüş baskısı sebebiyle bankaların serbest fon kurması.
- Hepsi

10. Türev ürün kullanıyor musunuz?

- Yüksek risk taşıdıklarına inanıyoruz ve tercih etmiyoruz.
- Seyrek olarak kullanıyoruz.
- Yatırım yapmak amacıyla kullanıyoruz.
- Riskimizi hedge etmek adına sıklıkla kullanıyoruz.
- Hem riskimizi hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla kullanıyoruz.

11. Türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkilenirdik.

- Kesinlikle katılıyorum
- Katılıyorum
- Kısmen katılıyorum
- Katılmıyorum
- Fikrim yok

12. Hangi sıklıkta limit kontrolü yapıyorsunuz?

- Günlük
- Haftalık
- Aylık
- 3 Aylık

13. Aşağıdaki risk ölçülerinden hangilerine göre risk limiti kullanıyorsunuz?

- Durasyon
- Tracking Error
- Benchmark VaR
- Standart Sapma
- Hiçbiri

Ankette yer alan sorulara yönelik gelen cevapları detaylı incelemeye geçmeden önce genel bir değerlendirme yapıldığında şu sonuçların varlığını ortaya çıkartılabılır:

- Bankacılar arasında bankacılık faaliyetlerine etkisi açısından gelişmiş yatırım fon piyasasının mevduat artışına doğrudan olumlu katkısına yönelik genel bir görüş birliği yok.
- Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırlandırdığı düşünülüyor.
- UCITS fonları ve serbest fonların Türkiye Fon Pazarı’na dahil olması ile birlikte daha çok özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesi ve özel müşterilerin sayısının artabileceğinden bahsediliyor.
- Bankacılar arasında serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün risk profilinin artacağına yönelik genel bir görüş birliği yok.
- Bankacılar, son küresel finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için, çalışmaların sürdürülerek özel müşteri tabanının geliştirileceğine inanıyorlar.
- Bankacılar, Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesinin sistemik riski artıracığı konusunda genel bir fikir birliğine sahip değiller.
- Bankacılar, olası risklerine rağmen, Türkiye’de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini destekliyorlar.
- Bankacılar, likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların, yine de yeterli talep yaratacağına inanmıyorlar.
- Bankacılar, serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde, bankacılık sektörünün alması gereken tedbirler arasında ilk sırada risk yönetimi uygulamalarını geliştirmek gerektiğine işaret ediyorlar.
- Bankacılar, genel olarak hem risklerini hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullandıklarını belirtiyorlar.
- Bankacılar, ağırlıklı olarak günlük limit kontrolü yaptıklarını vurguluyorlar.
- Bankacılar genelde risk limiti hesabında ağırlıklı olarak Benchmark VaR yöntemini tercih ediyorlar.

Anket sonuçlarından elde ettiğimiz genel çıkarımlarımızı sunduktan sonra anket sonuçlarının ayrıntılı bir şekilde sunulmasına geçelim. Aşağıdaki bölümde ankette yer alan sorulara verilen cevaplar ayrıntılı olarak incelenecektir.

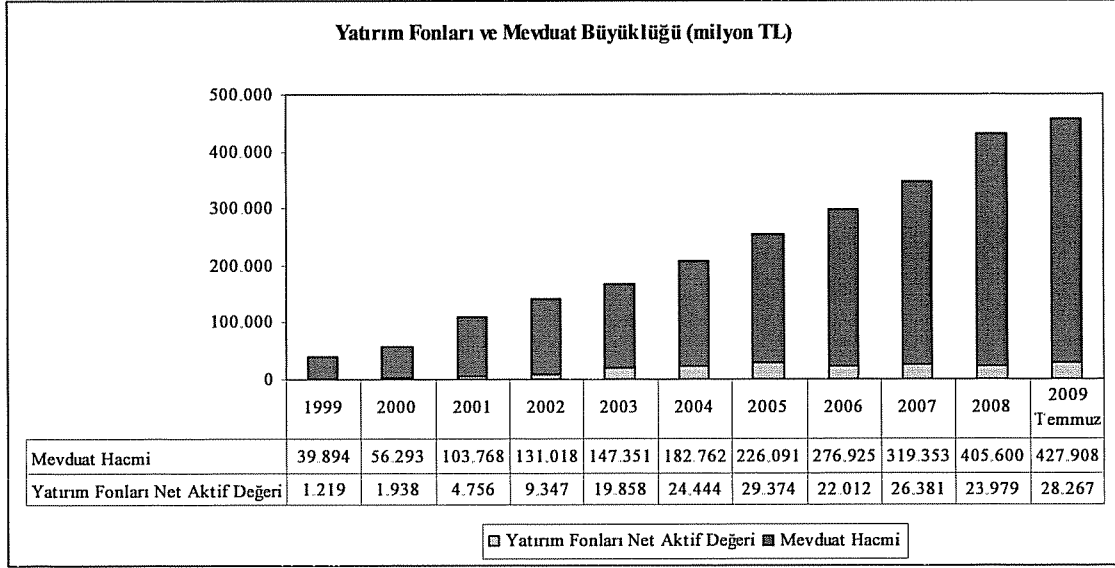
4.1.4 Bankacılık Anket Sonuçlarının Detaylı Değerlendirmesi

Bankacılara 13 soruluk anket çalışmamızı yönlendirdik. Sorular ve gelen cevapların dağılımı şöyle:

1. Bankacılık faaliyetlerine etkisi açısından gelişmiş yatırım fon piyasasının mevduat artışına doğrudan olumlu katkısından bahsedilebilir mi?

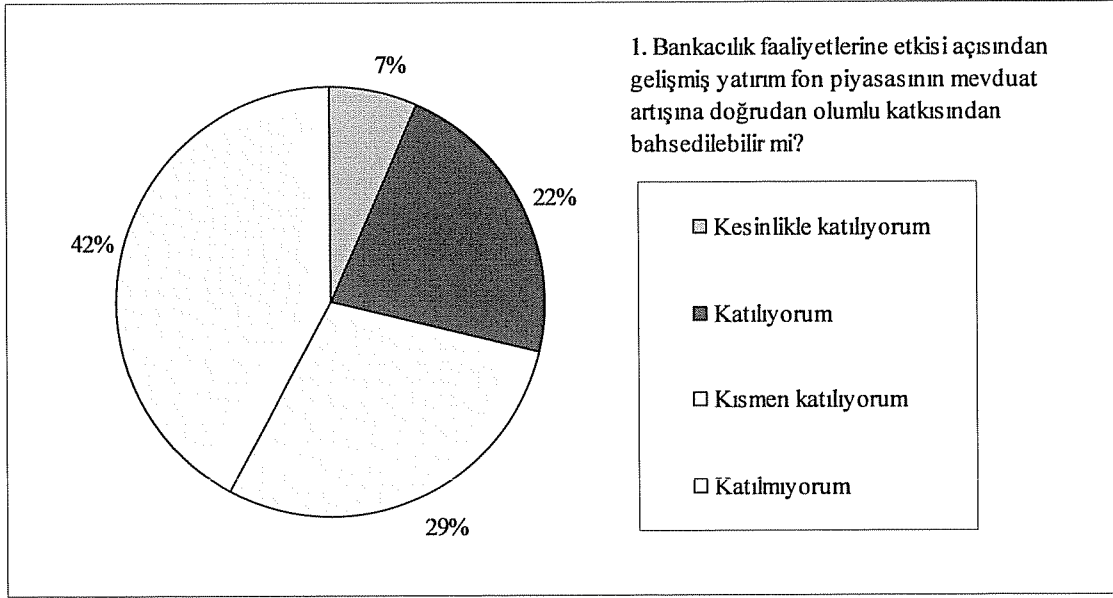
Bankaların temel finansman kaynağı olan mevduat, yatırımcısına getiri garantisi sunan bir yatırım aracıdır. Bankacılığın temel fonksiyonu olan reel kesime finansman sağlayabilmek adına geniş mevduat ağına sahip olmak için bankalar kıyasıya rekabet etmektedirler. Türkiye’de yatırımcılar düşük risk taşımak istemeleri sebebiyle ağırlıklı olarak bu likit enstrümana yatırım yapmayı tercih etmekte.

Yatırım fonları ise vadesi olmayan, farklı risk grubuna dahil yatırımcılara göre oluşturulabilen ve çoğunluğu getiri garantisi sunmayan yatırım araçlarıdır. Şekil 11 1999 yılından Temmuz 2009’a kadar Türkiye’de mevduat hacmi ile yatırım fon büyüklüğünün seyrini göstermektedir:



Şekil 11. Türkiye’de Yatırım Fonları ve Mevduat Büyüklüğü

Şekil 12 Türkiye’de tasarruf sahiplerinin getiri garantisi sunan mevduata yatırım yapmayı tercih ettiğini göstermektedir. Gelişmiş bir yatırım fon pazarı bankalar için mevduat hacmini artırabilecek bir faktör müdür? Aralarında doğrusal bir ilişki kurulabilir mi? Cevabı bulabilmek adına anket katılımcılarımıza “Bankacılık faaliyetlerine etkisi açısından gelişmiş yatırım fon piyasasının mevduat artışına doğrudan olumlu katkısından bahsedilebilir mi?” görüşüne katılıp katılmadıkları soruldu. Ankete katılan bankacılardan alınan yanıtları aşağıdaki grafik kısaca özetlemektedir:



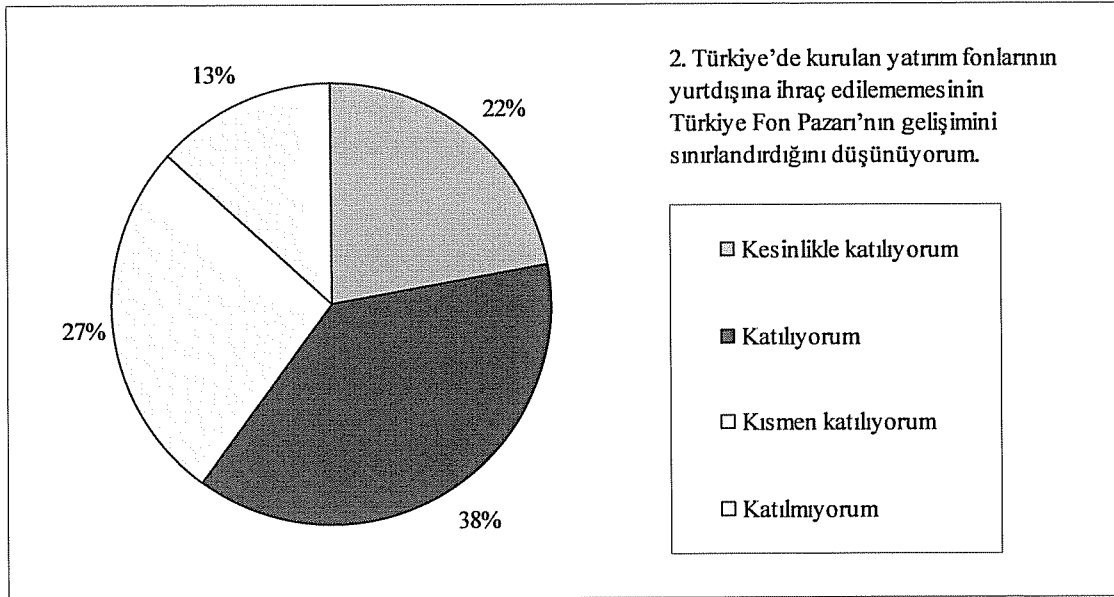
Şekil 12. Bankacılık Anketi 1.Soru İçin Cevaplar

45 katılımcıdan 19'u (%42) bankacılık faaliyetlerine etkisi açısından gelişmiş yatırım fon piyasasının mevduat artışına doğrudan olumlu katkısından bahsedilebileceği fikrine katılmadığını, 13'ü (%29) kısmen katıldığını, 10'u (%22) katıldığını ve 3'ü (%7) ise kesinlikle katıldığını ifade ettiler. Bu tabloya göre bankacılar ağırlıklı olarak yatırım fonlarının gelişmesinin bankaların mevduat hacminin artışında etkili olmadığını düşünmektedir.

Finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve düşük faiz ortamının korunmasıyla birlikte uzun vadeli yatırım yapabilecek yatırımcıların sayısında ve uzun vadeli yatırım araçlarına olan talepte artış beklenebilir. Böyle bir gelişme çeşitli risk ve yatırım tercihleri sunan yatırım fonlarının da derinleşmesine katkı sağlayabilir. Özellikle geleneksel anlamda Türk yatırımcı profiline uyan ve anapara garantisi veren koruma amaçlı fonlar bu gelişmede en büyük paya sahip olabilir. Mevduat cephesine bakıldığında yatırımcıların daha uzun vadeye yatırım yapma istekleri mevduatta ortalama vadenin de yükselmesine sebep olabilir. Böylece bankaların aktif ve pasiflerinin vade yapısı arasında daha uyumlu bir resim yakalanabilir.

2. Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırladığını düşünüyorum.

Türkiye’de tasarruf sahiplerinin düşük-risk algılaması sebebiyle ağırlıklı olarak mevduata yatırım yapmaktadırlar. Yatırım fonlarının yeterli talep görmemesinin gerisinde yatan başka sebep var mı anlamak istedik. Düşük faiz ortamıyla birlikte Türkiye’de yatırım fonlarının yurtdışına pazarlanabileceği ve UCITS fonlarına benzer fonların Türkiye’de de kurulup gelişeceği inancımıza istinaden katılımcılara “Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırladığını düşünüyorum” fikrine katılıp katılmadıkları soruldu. Gelen yanıtlar çerçevesinde aşağıdaki grafik ortaya çıkmaktadır:



Şekil 13. Bankacılık Anketi 2.Soru İçin Cevaplar

Alınan cevaplara göre 45 bankacıdan 17’si (%38) Türkiye’de kurulmuş olan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırladığını fikrine katıldığını, 12’si (%27) kısmen katıldığını, 10’u (%22) kesinlikle katıldığını, 6’sı (%13) bu fikre katılmadığını belirtmektedir. Katılımcıların %60’ı bu fikri desteklerken %27’si kısmen desteklemekte, %13’ü ise bu görüşe katılmadığını ifade etmektedir.

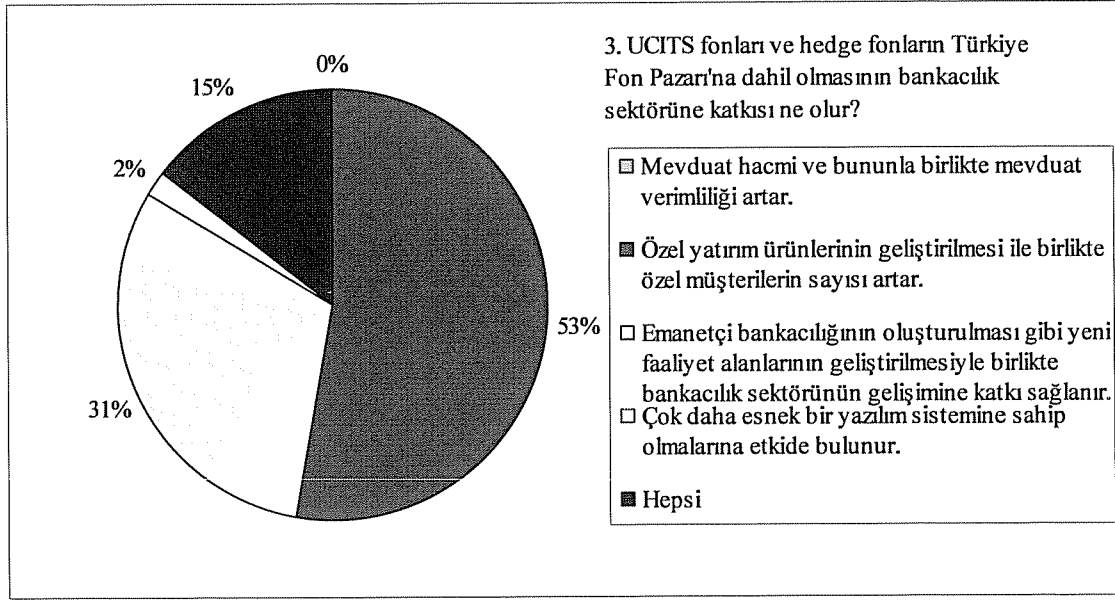
Türkiye’de mevduat büyüklüğüyle karşılaştırıldığında ancak %6,6’sı kadar büyüklüğe sahip bir yatırım fonu pazarı görülmektedir. Bunda yaşanan önceki krizler ve şu anda ağırlığını koruyan kredi krizinin etkisinin büyük olduğu söylenebilir. Finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasıyla birlikte yurtdışına ihraç edilebilen ve oradaki yatırımcıların tasarruflarını çekebileceğimiz yatırım fonları Türkiye Fon Pazarı’nın ve sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunabilir.

3. UCITS fonları ve serbest fonların Türkiye Fon Pazarı’na dahil olmasının bankacılık sektörüne katkısı ne olur?

Türkiye sermaye piyasalarında, AB’de yüksek hacme sahip UCITS fonlarına benzer fonlar henüz tanık olmadığımız bir yatırım aracıdır. Yatırım fonlarının sınır ötesine pazarlanması Türkiye’de yürürlükte olan bir uygulama değildir. Serbest yatırım fonları Türkiye’de henüz gelişmemiş bir sektördür. Türkiye Fon Pazarı’na UCITS fonlarının dahil olmasının ve gelişmiş bir serbest fon pazarına sahip olmanın bankacılık sektörüne katkısı ne yönde olabilir? Bu konuda anket katılımcılarımızın görüşlerini almak istedik.

Anket katılımcılarımıza olası gelişmeleri beş seçenek halinde sunuldu: 1) Mevduat hacmi ve bununla birlikte mevduat verimliliği artar, 2) Özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesi ile birlikte özel müşterilerin sayısı artar, 3) Emanetçi bankacılığının oluşturulması gibi yeni faaliyet alanlarının geliştirilmesiyle birlikte bankacılık sektörünün gelişimine katkı sağlanır, 4) Çok daha esnek bir yazılım sistemine sahip olmalarına etkide bulunur ve 5) Hepsi. Katılımcılardan kendilerine uygun gelen seçenek veya seçenekleri işaretlemeleri istendi.

Aldığımız cevaplar aşağıdaki grafikte özetlenebilir:



Şekil 14. Bankacılık Anketi 3.Soru İçin Cevaplar

Gelen cevaplar incelendiğinde toplam 45 katılımcıdan 29'u özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesi ile birlikte özel müşterilerin sayısının artacağını düşünmektedir. 17'si emanetçi bankacılığının oluşturulması gibi yeni faaliyet alanlarının geliştirilmesiyle birlikte bankacılık sektörünün gelişimine katkı sağlayacağına inanmaktadır. 1 kişi çok daha esnek bir yazılım sistemine sahip olunacağını düşünmektedir. 8 kişi "Hepsi" cevabını işaretleyerek kendilerine sunulan dört olası gelişmenin gerçekleşeceğine olan inançlarını vurgulamaktadırlar.

UCITS Direktifleri gereğince UCITS fonları sahip oldukları varlıkların saklanması amacıyla bir emanetçi şirketi yetkili kılmak zorundadır. Türkiye'de saklama faaliyeti Türkiye'de iki farklı kurum tarafından yerine getirilmektedir. Yatırım fonlarına ait payların saklanması faaliyeti Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kaydi olarak yürütülürken yatırım fonlarının portföyünde yer alan varlıklar Takasbank nezdinde saklanmaktadır. Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Takasbank saklama işlemini gerçekleştirirken sadece söz konusu pay ve varlıkların saklanması işlevlerini gerçekleştirmektedirler. UCITS Direktiflerine göre ise yetkili otorite tarafından onay verilen emanetçi banka tarafından saklanan pay ve varlıkların günlük olarak değerlendirilmesi, payların ihracı, geri alımı, itfası ve iptal işlemlerini de yürütmekle

sorumludurlar. Yine UCITS direktiflerinde yer aldığı üzere tek bir şirket aynı anda hem yönetim şirketi hem de emanetçi şirket olarak hareket edemez. Buradaki amaç emanetçi bankanın UCITS fonlarının diğer birimlerine karşı bağımsız olması ve yalnızca fon birimlerini elinde bulunduranların çıkarına uygun hareket etmesidir.

UCITS fonlarının yönettikleri portföyler ve serbest yatırım fonlarının yönettikleri portföyler türev ürünlere yatırım yapabilmektedir. Her iki pazarın da Türkiye’de aktif bir yapı almasıyla birlikte bankaların yeni yapılandırılmış ürün geliştirilmesi ve bununla birlikte özel ve nitelikli müşteri sayısının artması beklenebilir.

Diğer bir önemli konu, yurtdışında uygulanmasına rağmen Türkiye bankacılık sisteminde henüz yerini almamış olan emanetçi bankacılığının faaliyete geçmesi gündeme gelebilir. Bankacılık faaliyetlerinin geliştirilmesi konusunda Türkiye bankacılık sistemi olumlu gelişme sergileyeceğini söyleyebiliriz.

Anket sonuçlarına göre yeni gelişmelerin etkisiyle mevduat hacminin ve bununla birlikte mevduat verimliliğinin artmasına dair genel bir inanç yok.

Bunun yanında dikkat çekici bir nokta ise yeni gelişmeler ile Türkiye bankacılık sektörünün çok daha esnek bir yazılım sistemine kavuşacağı düşüncesi hakim değildir. Özellikle serbest fonların bankaların yüksek getiri imkanı sunan yapılandırılmış ürünleri için önemli bir müşteri kitlesi olması sebebiyle bankaların bu ürünleri gelişmiş ve esnek modellerle sağlıklı fiyatlaması ve maruz kalınacak risklerini doğru tesbit etmesi ve ölçmesi gerekmektedir. Böyle bir altyapıya sahip olmayan bankaların serbest fonlarla yaptıkları büyük montanlı alım-satım işlemlerinden zarar etme ihtimalleri yüksek olabilir. Gelişmiş bir fon pazarının temellerini sağlam altyapıya sahip bankacılık sektörünün atacağı söylenebilir.

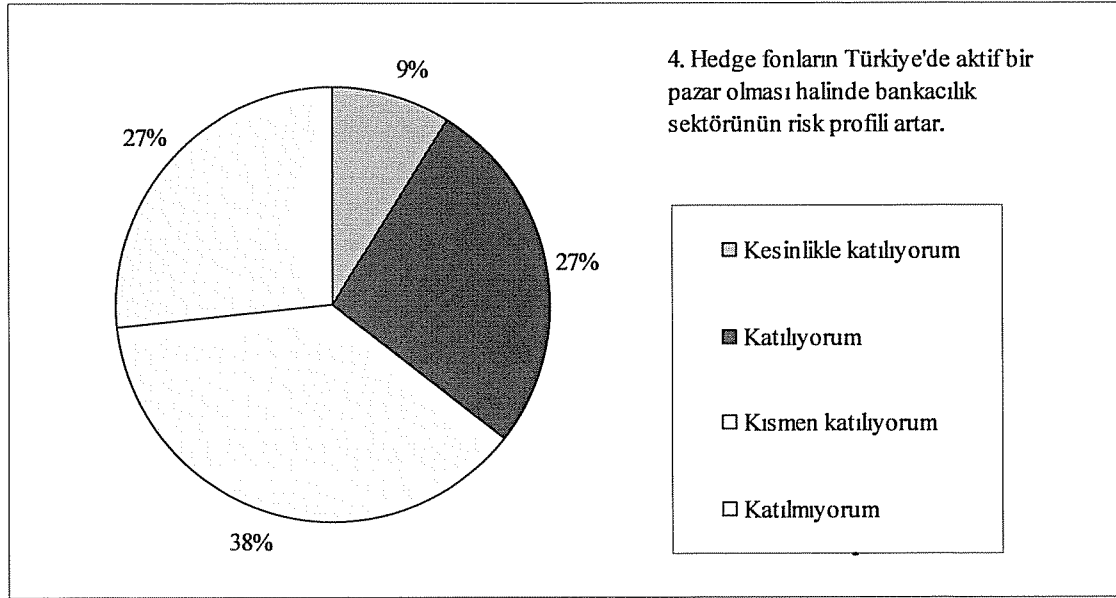
4. Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün risk profili artar.

Serbest yatırım fonları faaliyetlerini bankaların aracılığıyla sürdürmektedir. Çalışma kuralları banka ve serbest fon arasında yapılacak anlaşma ile gerçekleştirilmektedir. Serbest yatırım fonları sadece bir bankayla değil aynı anda

birçok bankayla da çalışabilmektedir. Aldıkları pozisyon bilgisi tamamen saklıdır ve bankalar arasında bilgi alışverişi olmamaktadır. Tanım gereği şeffaf olmayan kuruluşlardır. Müşterilerine getiri garantisi verirler. Sıkı bir devlet düzenlemesine ve denetimine tabi tutulmazlar.

Sözkonusu eksiklikler bankaları kendi kurallarını oluşturmaya yöneltmektedir. Sıkı bir denetim mekanizması uygulamak ve sağlıklı bir erken itfa uyarısı veren sistem geliştirerek serbest yatırım fonlarıyla ilgili olası riskleri düşürmeye çalışabilirler. Bankaların serbest yatırım fonlarıyla çalışmaları sonucunda yüksek komisyon gelirleri elde edebilmektedirler.

Bu bilgi ışığında anket katılımcılarına “Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün risk profili artar” fikrine katılıp katılmadıkları soruldu. Ankete ilişkin cevaplar şöyle:



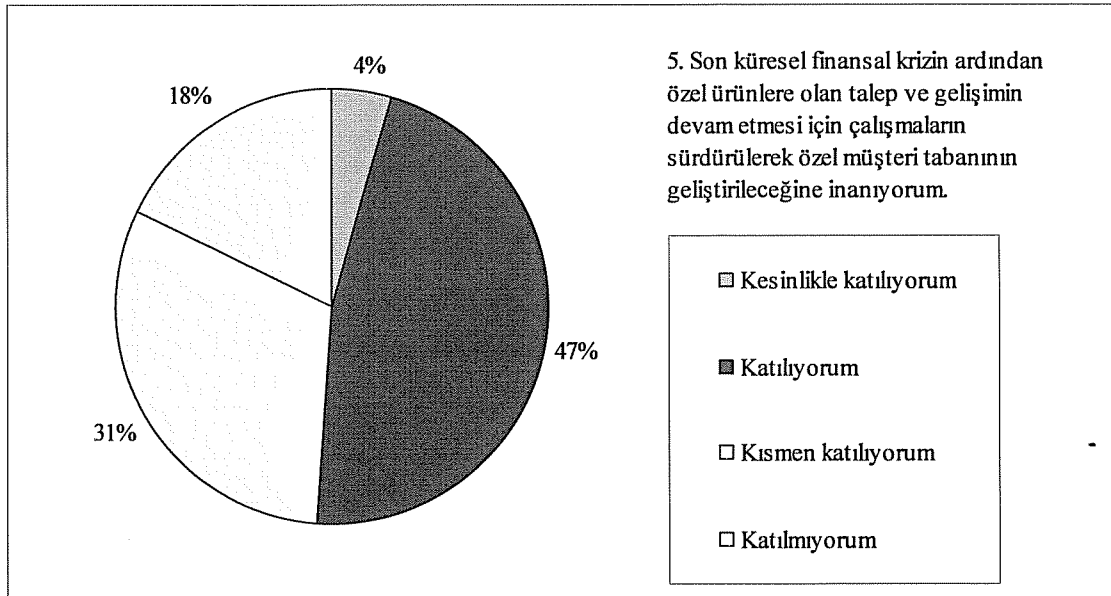
Şekil 15. Bankacılık Anketi 4.Soru İçin Cevaplar

Ankete verilen cevaplar incelendiğinde katılımcıların 17’si (%38) bu fikre kısmen katılırken, 12’si (%27) katıldığını, 12’si (%27) katılmadığını, 4’ü ise (%9) kesinlikle katıldığını belirttiler. Bu tablo ışığında serbest fonların aktif bir pazar olması

halinde bankacılık sektörünün risk profilinin artacağı görüşünün görece olarak ağır bastığını söyleyebiliriz.

5. Son küresel finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel müşteri tabanının geliştirileceğine inanıyorum.

Küresel bazda ekonomilerin giderek küçülmesi ve üretim açıkları istihdamda gerilemeye yol açarken durgunluğun şiddetini de artırmaktadır. Mali kesimin ayakları üzerine sağlam bastığını hissedilen bir ortamda reel sektörden de kalkınma işaretleri gelmeye başlayabilir. Krizin olumsuz etkilerinin giderek etkisini yitirmesiyle birlikte sermaye piyasalarında bir canlanma görülebilir. Anket katılımcılarına “Son küresel finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel müşteri tabanının geliştirileceğine inanıyorum” gibi bir görüşe katılıp katılmadıklarını soruldu. Alınan cevaplara göre aşağıdaki resim karşımıza çıkmaktadır:



Şekil 16. Bankacılık Anketi 5.Soru İçin Cevaplar

45 katılımcıdan 21'i (%47) bu fikre katıldığını, 14'ü (%31) kısmen katıldığını, 8'i (%18) katılmadığını, 2'si (%4) ise kesinlikle katıldığını ifade ettiler. Ankete katılan

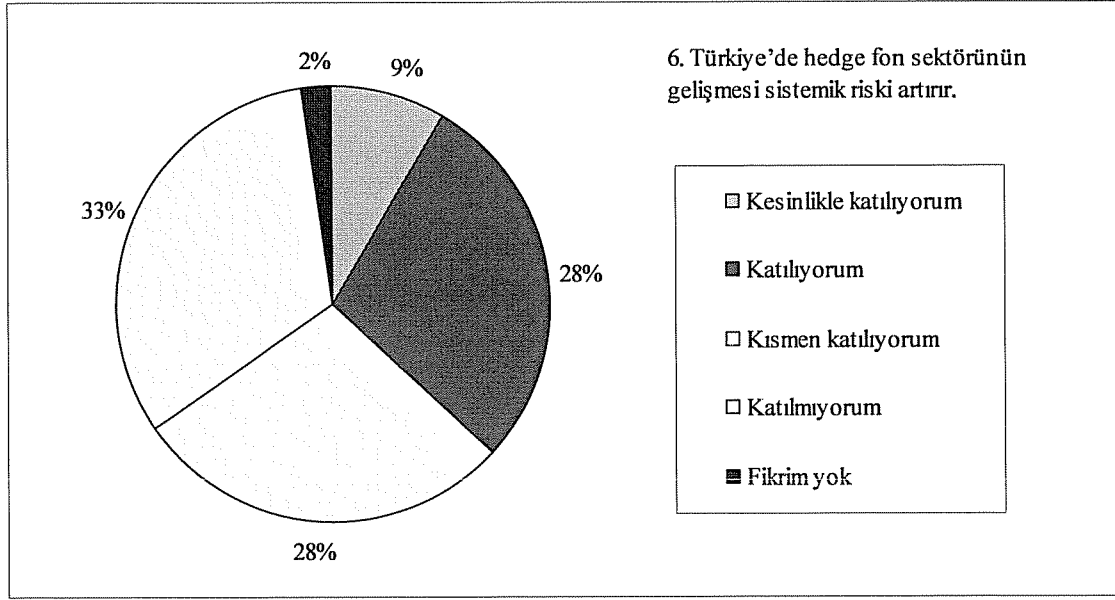
bankacılardan çoğunluğu finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel ürün ve özel müşteri tabanının geliştirileceği fikrini paylaşmaktadır.

Düşük enflasyon ve faiz ortamında bankacılık sektöründeki rekabet ortamı bankaları ana faaliyet konularına yönlendirmektedir. Yoğun rekabet bankaları yeni müşteri kazanma konusunda zorlamaktadır. Yeni müşteri kazanımı için bankalar kar marjlarını düşürmek zorunda kalabilmektedir. Bankalar için yeni kar marjları yaratacak önemli gelişmelerden bir tanesi özel müşterilere pazarlanan özel ürünlerden kazanılan gelirler olabilir.

6. Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesi sistemik riski artırır.

Türkiye sermaye piyasalarında serbest yatırım fon pazarı yeni yeni kurulmaya başlarken yurtdışında kurulu serbest fonlar Türkiye’de yatırımlarını sürdürmektedirler. Geçmiş yıllarda yaşanan krizler sebebiyle serbest fon endüstrisinin Türkiye’de gelişimine tedirginlikle yaklaşmıştır. Özellikle dengelerin hassas olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkenin 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünü revize etmesi Türkiye bankacılık ve mali sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşmasında etkili olmuştur. Kararlı bir yönetim ile yürütülen çalışmalar ile Türkiye bankacılık sektörü BDDK’nın gözetimi ve denetimi altında faaliyetlerini sürdürmektedir. Fakat bu sürece gelene kadar sorunlu bankaların sistemden temizlenmesi ve/veya sağlıklı bir yapıya kavuşturularak satılması süreçleri yaşanmıştır.

Böyle zorlu bir süreç sonrasında ve ardından gelen ve halen etkisi hissedilen küresel kredi krizi göz önüne alındığında Türkiye bankacılık sektörünün aktif bir serbest fon pazarına yaklaşımlarını sorgulamak için katılımcılara “Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesi sistemik riski artırır.” fikrine katılıp katılmadıkları soruldu. Cevaplar şöyle özetlenebilir:



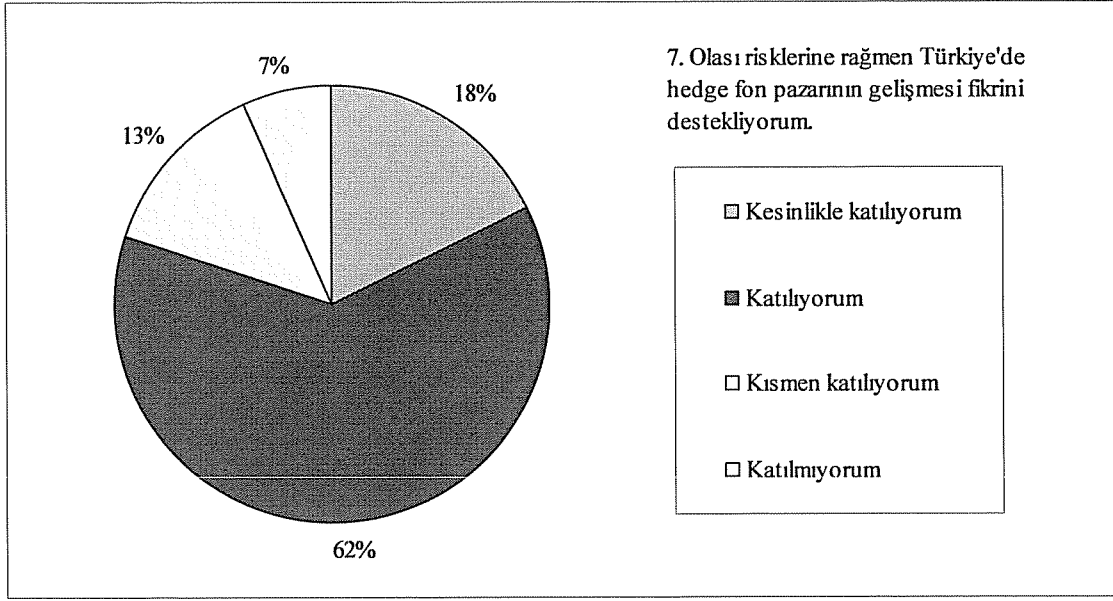
Şekil 17. Bankacılık Anketi 6.Soru İçin Cevaplar

45 katılımcıdan aldığımız cevaplara göre katılımcıların 15’i (%33) bu fikre katılmadığını, 13’ü (%28) katıldığını, 13’ü (%28) kısmen katıldığını, 4’ü (%9) kesinlikle katıldığını, 1’i (%2) ise konu hakkında fikri olmadığını belirtti.

Yaşanan önceki krizler ve şu anda küresel ekonomilerde etkisini gösteren kredi krizi bankacılarımızın halen gelecek hakkında tedirgin olduklarını göstermektedir. Serbest yatırım fonlarının gelişiminin Türkiye’de devreye girmesiyle birlikte sistemik riskin artacağı konusunda kesin bir fikir birliğinin de oluşmadığını söyleyebiliriz.

7. Olası risklerine rağmen Türkiye’de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini destekliyorum.

Bankacılar arasında serbest fonların Türkiye’de etkin bir pazara dönüşmesinin sistemik riski artıracığı yönünde bir fikir birliği oluşmamışken bankacılık sektörü böyle bir gelişmeye ne kadar istekli? Bankacılık sistemi böyle bir gelişme fikrini destekliyorlar mı? Anket katılımcılarına “Olası risklerine rağmen Türkiye’de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini destekliyorum” fikrine ne derecede katıldıklarını sorduk. Cevaplar aşağıda gösterilmektedir:



Şekil 18. Bankacılık Anketi 7.Soru İçin Cevaplar

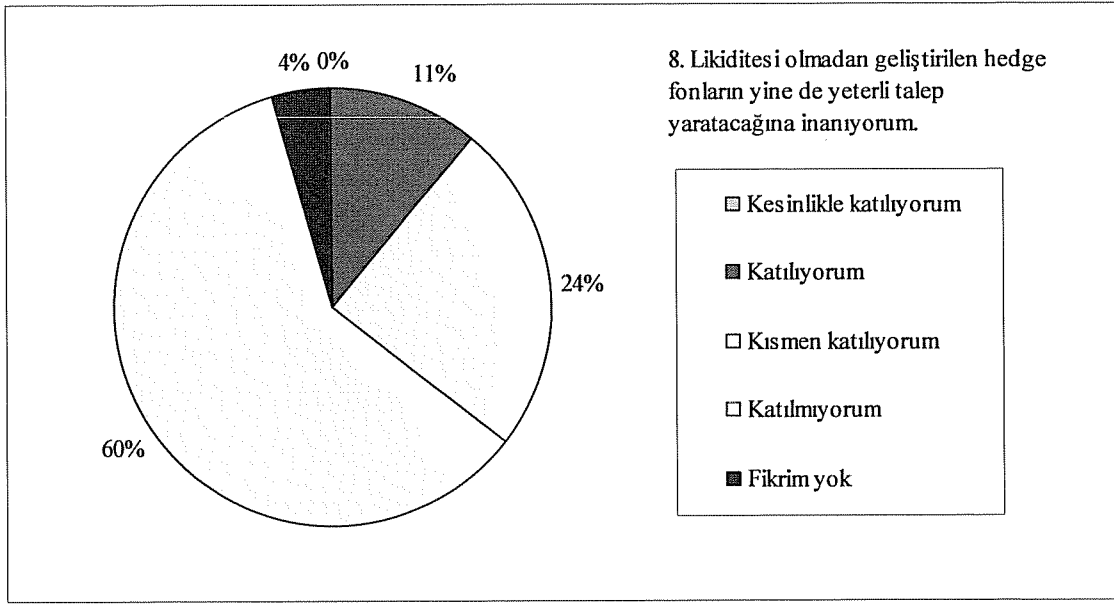
45 katılımcıdan 28’i (%62) katıldığını, 8’i (%18) kesinlikle katıldığını, 6’sı (%13) kısmen katıldığını, 3’ü (%7) ise katılmadığını ifade ettiler. Katılımcıların yaklaşık %90’ı olası risklerine rağmen Türkiye’de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini desteklemekteler.

Ortaya çıkan tablonun sektörde serbest yatırım fonu pazarının eksikliğinin hissedildiğine işaret ettiği söylenebilir. Mali sektörümüzün sağlam bir yapıda olması, serbest fon pazarının geliştirilmesiyle doğabilecek risklere karşı bir anlamda kalkan görevi görmektedir. Söz konusu kalkanın ne derece sağlam olduğu serbest fon pazarının geliştirilmesi aşamasında bankacılık sektörünün olası risklere karşı sağlam bir altyapı, gelişmiş ve gerçekçi varsayımlara dayalı kantitatif modeller, her türlü riski doğru ve sağlıklı ölçebilecek risk modelleme sistemleri, sıkı denetim gibi gerekli tedbirleri almalarıyla bağlantılı olacağı söylenebilir.

8. Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağına inanıyorum.

Serbest fon pazarı sabit getirili enstrümanlara kıyasla yüksek derecede risk almayı tercih eden ve yüksek tasarruf miktarına sahip yatırımcı kitlesine hitap

etmektedir. Düşük faiz ortamıyla birlikte reel getirilerin azalması Türkiye’de bireysel tasarruf sahipleri kadar nitelikli yatırımcıları daha yüksek getiri arayışına yöneltebilir. Olası risklerine rağmen katılımcılar serbest fon pazarının geliştirilmesine fikrine sahipken, katılımcılarımız “Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağına inanıyorum” fikrine ne derece katılıyorlar? Aşağıdaki grafik özet bir resim sunmaktadır:



Şekil 19. Bankacılık Anketi 8.Soru İçin Cevaplar

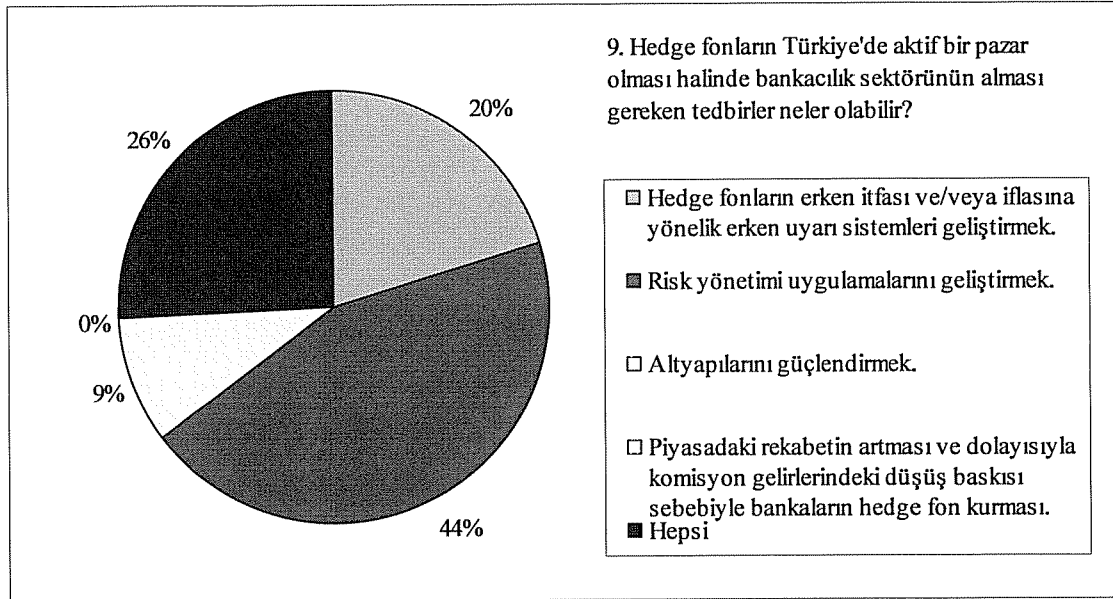
Aldığımız yanıtlara göre katılımcıların 27’si (%60) likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağı fikrine katılmadıklarını, 11’i (%24) kısmen katıldığını, 5’i (%) katıldığını, 2’si (%4) ise konu hakkında fikri olmadığını belirtmektedir. Katılımcıların büyük bir çoğunluğu likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yeterli talep görmeyeceği fikrini desteklemektedirler.

Türkiye’de sermaye piyasalarının derinliğinin artmasında yatırım araçlarının yeterli likiditeye sahip olması sistemin sağlıklı gelişimi açısından önemli bir unsur olduğu söylenebilir. Düzenlemelerin sistemin ihtiyaçlarına göre yapılıp yeterli likiditeye sahip olacak yatırım araçlarının devreye sokulması ile sermaye piyasaları yatırım

araçlarının çeşitliliğinin artması beklenebilir. Yerli ve yabancı yeni tasarrufların sisteme dahil olması piyasada dalgalanmaların azalmasında pozitif bir katkı sağlayacaktır⁹⁷.

9. Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün alması gereken tedbirler neler olabilir?

Yeterli şartların yerine gelmesi ve serbest fon pazarının Türkiye’de aktif bir pazar özelliğine kavuşmasına yönelik olarak bankaların ne gibi tedbirler alması gerektiği yatırımcılara soruldu: “Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün alması gereken tedbirler neler olabilir?”. Bu amaçla anket katılımcılarına beş farklı seçenek sunulmuştur: 1) Serbest fonların erken itfası ve/veya iflasına yönelik erken uyarı sistemleri geliştirmek, 2) Risk yönetimi uygulamalarını geliştirmek, 3) Altyapılarını güçlendirmek, 4) Piyasadaki rekabetin artması ve komisyon gelirlerindeki düşüş baskısı sebebiyle bankaların serbest fon kurması, 5) Hepsi. Katılımcılardan kendilerine uygun gelen seçenekleri işaretlemeleri istenmiştir. Cevaplar aşağıdaki gibi grafiklendirilebilir:



Şekil 20. Bankacılık Anketi 9.Soru İçin Cevaplar

⁹⁷ Charles Cao ve Diğerleri, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Mutual Fund Flow and Market Return Volatility”, Journal of Banking & Finance, 2008, Vol. 32, No. 10, ss. 2111–2123, ScienceDirect veri tabanı (25 Şubat 2010).

45 anket katılımcısından 24'ü (%44) alınması gereken en önemli tedbirin risk yönetimi uygulamalarını geliştirmek olduğunu belirtmektedirler. 11'i (%20) serbest fonların erken itfası ve/veya iflasına yönelik erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesi gerektiğini öne sürerken 5'i (%9) bankaların altyapılarını güçlendirmeleri gerektiğini ifade etmektedir. Katılımcıların hiçbiri tek başına piyasadaki rekabetin artması ve komisyon gelirlerindeki düşüş baskısı sebebiyle bankaların serbest fon kurması gerektiğini ifade eden seçeneği işaretlememişlerdir. Katılımcıların 12'si (%26) ise yukarıda yer alan dört tedbirin hepsinin alınması gereken tedbirler olduğunu ifade etmektedir.

Türkiye'de bankaların serbest fon pazarının aktif bir pazar olmadan önce risk yönetim uygulamalarını geliştirmeleri gerektiğini söyleyebiliriz. Ayrıca serbest fonların erken itfası ve/veya iflasına yönelik erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesi bankaları likidite riskine karşı koruyabilir.

10. Türev ürün kullanıyor musunuz?

Ekonomik teoriler son yaşanmakta olan kredi krizinin çabuk atlatılmasına fayda sağlamamıştır. Colander ve diğerlerinin Mart 2009'da yayınladıkları bir makalede⁹⁸ ekonomi uygulayıcılarının şu an yaşamakta olduğumuz finansal krizin uzun soluklu olduğunu öngöremediği ve boyutlarını idrak edemediği belirtilmiştir. Oluşturdukları ekonomik modellerin gerçek dünyadaki piyasa işleyişine yönelik önemli sonuçları dikkate almadıkları, tercih ettikleri modellerin limitlerini, zayıf yönlerini ve olası risklerini kamuya aktarmakta başarısız oldukları ifade edilmiştir. Yazarlara göre finansal sistemin birbirine bağlantılı olduğu gerçeği ekonomik teorilerde maalesef göz ardı edilmiştir. Tüm bu sebeplerin ekonomik teorilerin baz aldığı varsayımları tekrar gözden geçirme ihtiyacını ortaya koyduğunu ifade etmişlerdir. Krizin bu noktalara gelmesinin gerisinde yatan önemli unsurların başında yetersiz öngörü, geç hareket etme ve piyasaların ateşini alacak yeterli tedbirlerin alınmaması sıralanıyor.

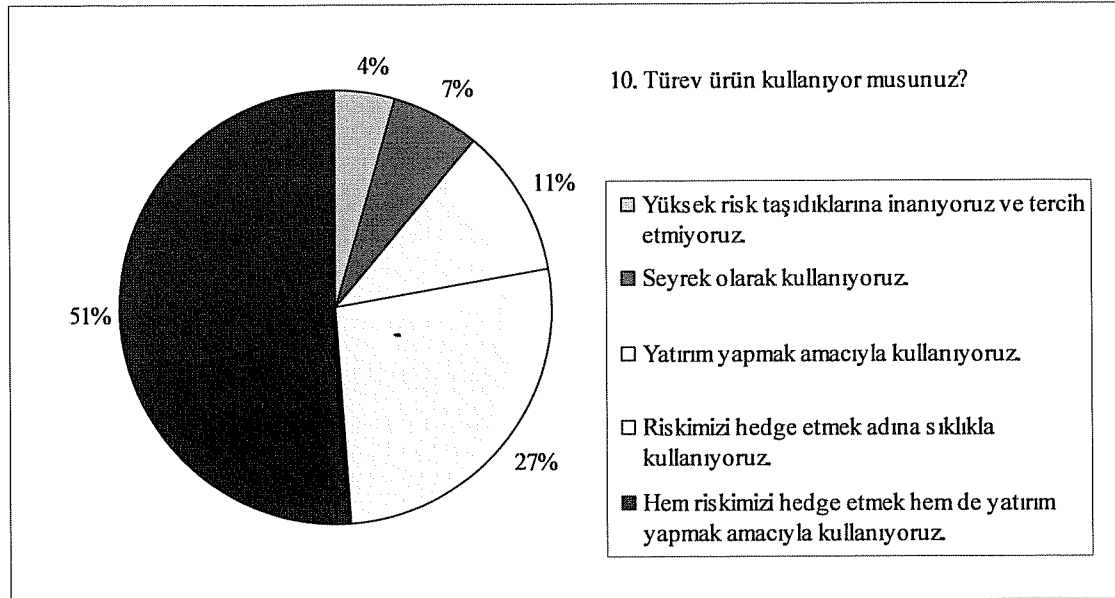
Ekonomik teorilerin krizle ilgili öngörülerde gecikmelere ve hatalara yol açması krizin ana sebebi olarak söylenemez. Kıvılcım subprime krizinden doğdu ve tüm

⁹⁸ David Colander, Hans Föllmer, Armin Haas, Michael Goldberg, Katarina Juselius, Alan Kirman, Thomas Lux, Brigitte Sloth, 2009, "The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics", Dahlem Workshop.

dünyayı etkiledi. İpoteğe dayalı türev ürün pazarının aşırı derecede büyümesi ve yüksek getirili sözkonusu yatırımların sadece ABD’de değil başta Avrupa olmak üzere küresel bazda talep görmeleri sebebiyle alınan aşırı riskler bankaların batmasına sebep olmuştur.

Bu dalga Türkiye’ye gelmese de Türkiye küresel bazda talep daralmasının etkilerini hissetmekte ve ekonomimizi olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Mali sistemimiz sağlıklı yapısını korumaktadır. Türkiye’de düzenleyici otorite bankaları bilanço dışı faaliyetlerine sınır getirmekte ve düzenli denetime tabi tutmaktadır. Sıkı düzenleme ve denetimler bankaları aşırı risk almaktan korumaktadır.

Belirli sınırlar dahilinde Türkiye’de reel kesim ve bankalar risklerini hedge etmek ve/veya yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullanabilmektedirler. Anket katılımcılarına türev ürünlerden yararlanıp yararlanmadıklarını sorgulamak için beş ayrı seçenek sunuldu: 1) Yüksek risk taşıdıklarına inanıyoruz ve tercih etmiyoruz, 2) Seyrek olarak kullanıyoruz, 3) Yatırım yapmak amacıyla kullanıyoruz, 4) Riskimizi hedge etmek adına sıklıkla kullanıyoruz, 5) Hem riskimizi hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla kullanıyoruz. Cevaplar aşağıdaki grafikte özetlenmektedir:



Şekil 21. Bankacılık Anketi 10.Soru İçin Cevaplar

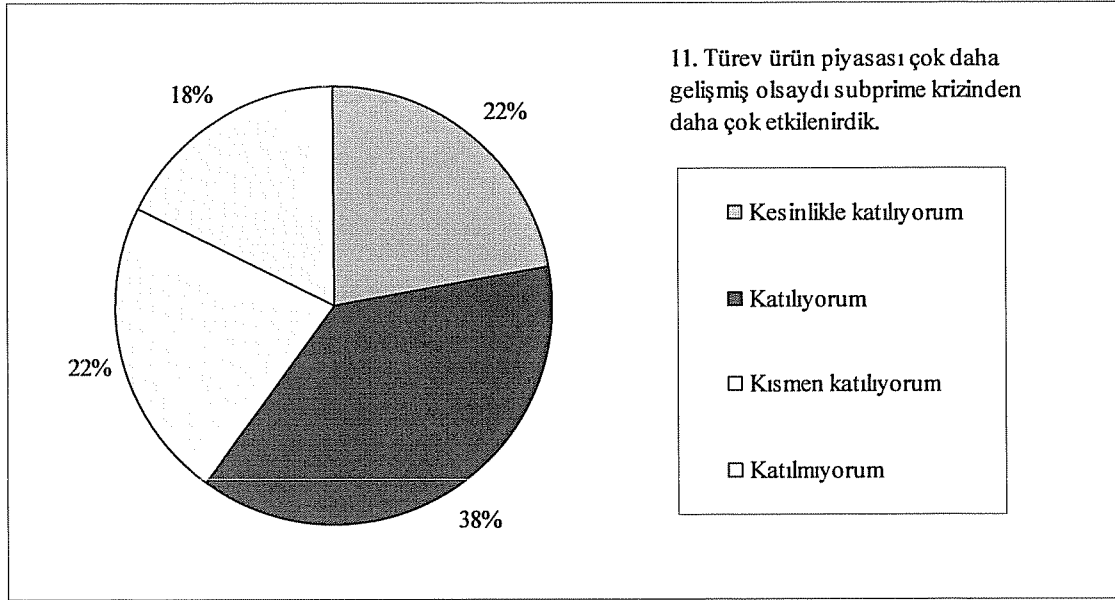
Alınan cevaplara göre katılımcıların yarısı hem risklerini hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullandıklarını ifade ederken %30'luk bir kısım risklerini hedge etmek adına sıklıkla türev ürün kullandıklarını öne sürmüşlerdir.

Türev ürünler bankacılık sektörümüzün tercih ettikleri bir enstrümandır. Amacı yatırım veya risklerini dağıtmak adına olsun sistemi tehlikeye atmayacak şekilde türev ürünlerin kullanılması bankaların risklerini dağıtmada önemli bir yere sahiptir. Düşük faiz ortamı ve finans piyasalarında kalıcı istikrarın sağlanmasıyla birlikte yeni türev ürünlerin gelişimi ve daha derin bir piyasa oluşturması ihtimali dahilinde düzenlemelerin piyasanın ihtiyacı ve gerekleri doğrultusunda güncellenmesi; SPK, BDDK ve mali sistemin denetim ve gözetim işleyişini sağlıklı kılmaya devam edeceği söylenebilir.

11. Türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkilenirdik.

ABD'de 2008 sonlarında patlak veren subprime krizi ABD'de büyük banka batıklarına sebep olmuş ve etkileri dünya genelindeki hemen her ekonomide hissedilerek genel anlamda kredi krizine dönüşmüştür. Türkiye'de mortgage sistemi 2006 yılında devreye girmiştir. SPK, ipotek teminatlı menkul kıymet ihraçlarına yönelik banka ve ipotek finansmanı kuruluşlarını yetkilendirmektedir. Türkiye mali sisteminde bu tür menkul kıymet ihracı henüz yapılmamıştır.

Anket katılımcılarımıza "Türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkilenirdik" fikrine katılıp katılmadıklarını soruldu. Cevaplar aşağıdaki grafikte özetlenmektedir:

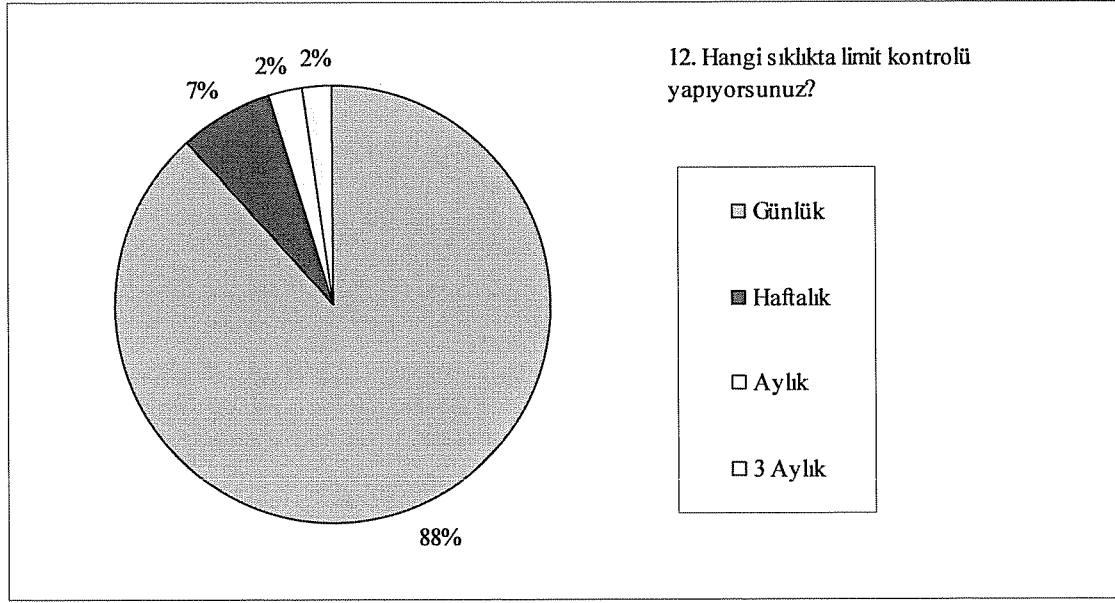


Şekil 22. Bankacılık Anketi 11.Soru İçin Cevaplar

Katılımcıların 17'si (%38) bu fikre katıldığını, 10'u (%22) kesinlikle katıldığını, 10'u (%22) kısmen katıldığını, 8'i (%18) ise bu fikre katılmadığını ifade etmektedirler. Katılımcıların çoğunluğunun ağırlıklı olarak bu fikri desteklediği görülmektedir.

12. Hangi sıklıkta limit kontrolü yapıyorsunuz?

Risk yönetiminde limit kontrolü yapmak önemlidir. Bunun belirli periyotlarda ve özenle yapılması risk yönetiminin disiplinli bir yapıda işlemesini sağlamaktadır. Anket katılımcılarına hangi sıklıkta limit kontrolü yaptıkları soruldu. Cevaplar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

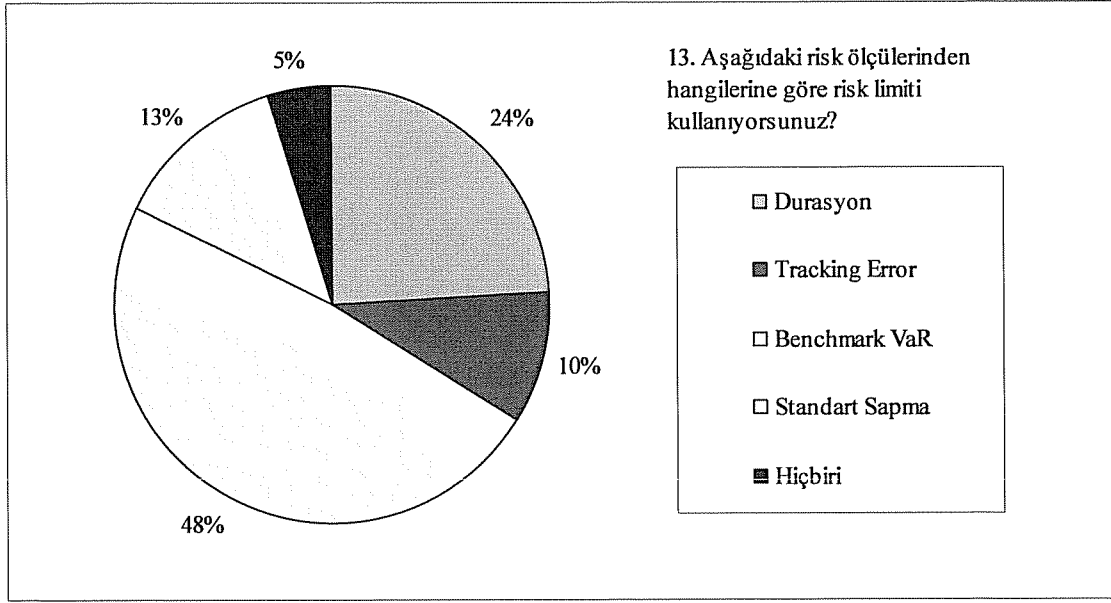


Şekil 23. Bankacılık Anketi 12.Soru İçin Cevaplar

45 katılımcıdan 2'sinden geçersiz cevap aldık. Böylece 43 katılımcıdan 38'i (%88) günlük limit kontrolü yaptıklarını belirtmektedirler 3'ü (%7) haftalık, 1'i (%2) aylık, 1'i (%2) ise 3-aylık limit kontrolü yapmaktadır.

13. Aşağıdaki risk ölçülerinden hangilerine göre risk limiti kullanıyorsunuz?

Risk ölçümünde sağlıklı ölçümlerin yapılması kapsamlı risk modellerinin kullanılmasını gerektirir. Anket katılımcılarına Durasyon, Tracking Error, Benchmark VaR, Standart Sapma modellerinden hangisi veya hangilerini kullanarak risk limiti hesapladıkları sorulmuştur. Cevaplar aşağıdaki grafikte özetlenmektedir:



Şekil 24. Bankacılık Anketi 13.Soru İçin Cevaplar

Katılımcıların 28'i Benchmark VaR, 15'i Durasyon, 8'i Standart Sapma, 5'i Tracking Error kullandıklarını belirtmişlerdir. Genelde hemen hemen her katılımcının gelişmiş ve güncel metodları kullanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Ayrıca 13 katılımcı en az iki yöntem kullanmaktadır.

Yukarıda yer alan 13 soruluk anketimize bankacılardan gelen cevaplar incelendiğinde şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır:

- Bankacılık faaliyetleri açısından gelişmiş yatırım fon piyasasının mevduat artışına doğrusal yönde bir katkısı olduğuna inanılmıyor.
- Türkiye'de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı'nın gelişimini sınırlandırdığı düşünülüyor.
- UCITS fonları ve serbest fonların Türkiye Fon Pazarı'na dahil olmasıyla birlikte ağırlıklı olarak özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesi ile birlikte özel müşterilerin sayısının artacağı ve bankacılık sektöründe yeni faaliyet alanlarının geliştirileceği görüşü hakim.
- Son yaşanan küresel finansal krizin son bulması ve ardından düşük faiz ortamı ve finansal istikrarın korunmasıyla birlikte, bankacılar özel ürünlere

olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel müşteri tabanının geliştirileceğine inanıyor.

- Serbest fonların Türkiye'de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün risk profilinin artacağı konusunda olduğu gibi sistemik riski artırıp artırmayacağı konusunda da bir fikir birliği yok.
- Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yeterli talep yaratacağına inanılmıyor.
- Serbest fonların Türkiye'de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün alması gereken tedbirlerin başında risk yönetimi uygulamalarını geliştirmek geliyor.
- Bankacılar, ağırlıklı olarak hem risklerini hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullanıyor.
- Bankacılar, günlük olarak limit kontrolü yaparken ağırlıklı olarak Benchmark VaR yöntemini kullanıyorlar.
- Bankacılar, türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkileneceğimize inanıyorlar.

Bankacılık sektörüne yönelttiğimiz anket çalışmamıza yönelik cevapların nasıl bir tablo çizdiğini ortaya çıkarılmasının ardından portföy yönetim şirketlerine yöneltilen anket çalışmamız analiz edilecektir.

4.2 Türkiye'de Faaliyet Gösteren Portföy Yönetim Şirketlerine Yöneltilen Anket Çalışması

İleriki dönemde kredi krizinin sona ermesi, düşük faiz ortamıyla birlikte finansal istikrarda kalıcı bir düzelme ile Türk Yatırım Fon Pazarı gelişebilir ve bankacılık sektörünün finansal sektördeki ağırlığı azalarak tasarruflar yatırım fon sektörüne kayabilir. Yatırım fonlarının UCITS benzeri fonlar gibi Türkiye'de kurulacak fonların yurtdışına pazarlanabilmesi Türk fon pazarının gelişmesine katkıda bulunabilir. Özele inerek portföy yönetim şirketlerimizin yurtdışındaki fonları yönetebilme imkanına kavuşmaları ile gelir ve hacimlerinde artış kaydedebilirler.

Bu tezimiz ışığında portföy yönetim şirketlerinin olası gelişmelerle ilgili düşüncelerini, beklentilerini, olası gelişmelere hazır ve istekli olup olmadıklarını kapsayan ve sadece portföy yönetim şirketlerine yöneltilen bir anket çalışması yapılmıştır. Anket çalışmamızın sonuçlarına geçmeden önce anket katılımcı profili tanıtılacaktır.

4.2.1 Anket Katılımcılarının Profili

Anketi hazırladığımız 2009 yılı Ocak-Şubat döneminde Türkiye’de 23 adet portföy yönetim şirketi faaliyet göstermekteydi (2009 Temmuz ayı itibarıyla 24 kurum mevcut). Konunun yeniliği, çok fazla bilinmemesi, anket çalışmamızın daha sağlıklı bir sonuç verebileceği ihtimali göz önüne alınarak anket kendi alanlarında çok daha tecrübeli ve yeni gelişmeler konusunda çok daha geniş çaplı bilgi birikimine sahip oldukları düşünülen katılımcılara yöneltilmiştir. Cevapların ilk elden gelmesi amaçlanmıştır ve üst düzey yöneticilerinin yeni gelişmelere yönelik bakış açılarını anlayabilmek açısından anket katılımcıları sadece üst düzey yöneticileriyle sınırlandırılmıştır.

4.2.2 Portföy Yönetim Şirketlerine Yöneltilen Anket Çalışması

Anket çalışmamızın ilk aşamasında bankacılık sektörü baz alınmıştır ve serbest fon pazarının gelişimi ve UCITS fonlarının devreye girmeleri halinde bankacılık sektörünün nasıl etkilenebilecekleri, risk yapısının nasıl değişebileceğini, sistemin bu yeni ortam için hazır olup olmadığı, istekli olup olmadığı gibi sorulara yanıt bulmaya çalışılmıştır.

Anket çalışmamızın ikinci aşamasında portföy yönetim şirketlerinin üst düzey yöneticilerini kapsayan bir anket çalışması bulunmaktadır. Bu anket çalışmamızı yapmaktaki amacımız “Türkiye’de portföy yönetimi şirketlerinde risk yönetimi ölçme ve değerlendirmesinde bir düzenleme gereği var mı? Bu gelişmeye ne kadar hazırız ve yararlı olacağını düşünüyor muyuz?” sorularına yanıt bulmaktır.

Aşağıda Türkiye’de faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin üst düzey yöneticilerine yöneltilen anket çalışmasında yer alan sorular sıralanmaktadır:

1. Kredi krizi Türk portföy yönetimi şirketlerini olumsuz etkileyecektir.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
2. Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırlandırdığını düşünüyorum.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
3. UCITS III Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarını uyumlu yeni bir düzenleme ve denetlemeyi uygulayacak altyapınız var mı?
 - Altyapımız her türlü yeni düzenlemelere uyumlu ve hazır
 - Altyapımız yeni düzenlemelere uyumlu fakat eksikliklerimiz var ve bu eksikliklerimizi kısa zamanda tamamlayabiliriz.
 - Altyapımız yeni düzenlemelere uyumlu fakat eksikliklerimiz var ve bu eksikliklerimizi tamamlamak için uzun zamana ihtiyacımız var.
 - Altyapımız yeni düzenlemelere uyumlu olmamasına rağmen uyumlu ve hazır hale getirebiliriz.
 - UCITS Direktifleri ve risk standartlarıyla ilgili yeterli bilgiye sahip değilim.
4. Yeni düzenleme ve denetlemenin devreye girmesi sonucunda gerekebilecek IT yatırımı ne büyüklükte bir yatırım olacaktır?
 - 10-50 bin TL
 - 50-100 bin TL
 - 100-200 bin TL
 - 200 bin TL’den fazla
 - IT yatırımına gerek duyulmayacaktır.

5. IT yatırımının, küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için büyük çaplı bir sermaye ihtiyacı yaratacağına inanıyorum.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
6. Küçük ölçekli portföy şirketleri yeni düzenleme ve denetlemeye yönelik olarak altyapılarını kuvvetlendirmek için ne yapmalarını beklersiniz?
 - Herhangi bir değişiklik yapmalarını beklemiyorum.
 - Kendi altyapılarını kendi imkanlarıyla geliştirmeye çalışacaklardır.
 - Düşük bütçeli bir yazılım almayı tercih edeceklerdir.
 - Kendi altyapılarına uyumlu olacak gelişmiş bir yazılım almayı tercih edeceklerdir.
 - Dışarıdan destek almayı (outsourcing) tercih edeceklerdir.
7. Türev ürün kullanıyor musunuz?
 - Yüksek risk taşıdıklarına inanıyoruz ve tercih etmiyoruz.
 - Seyrek olarak kullanıyoruz.
 - Yatırım yapmak amacıyla kullanıyoruz.
 - Riskimizi hedge etmek adına sıklıkla kullanıyoruz.
 - Hem riskimizi hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla kullanıyoruz.
8. Türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkilenirdik.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Kısmen katılıyorum
 - Katılmıyorum
 - Fikrim yok
9. Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesi sistemik riski artırır.
 - Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum

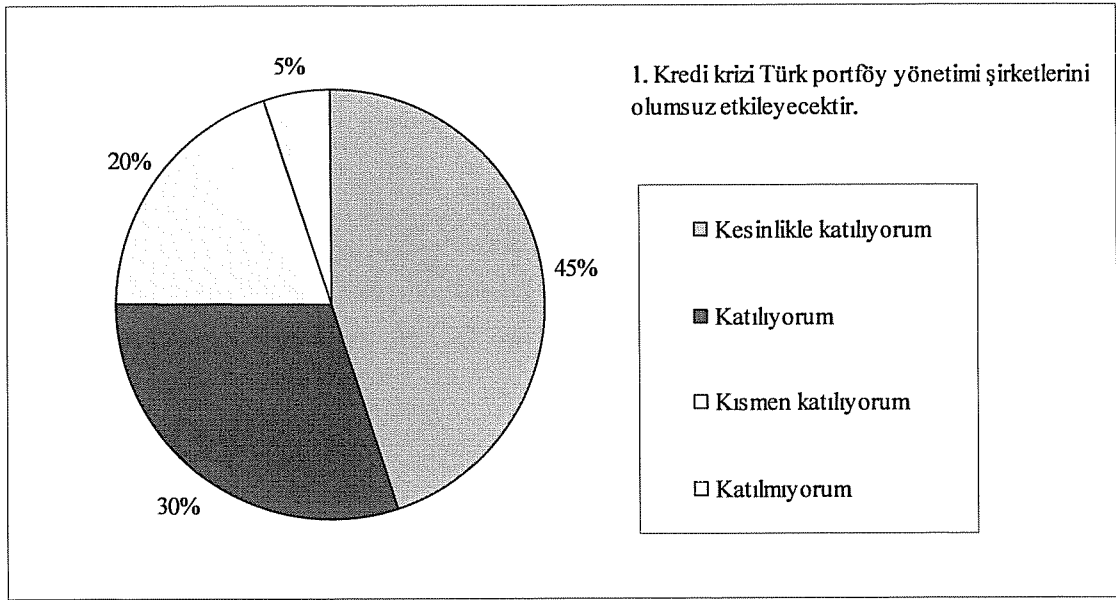
- ☐ Kısmen katılıyorum
 - ☐ Katılmıyorum
 - ☐ Fikrim yok
10. Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağına inanıyorum.
- ☐ Kesinlikle katılıyorum
 - ☐ Katılıyorum
 - ☐ Kısmen katılıyorum
 - ☐ Katılmıyorum
 - ☐ Fikrim yok
11. Hangi sıklıkta limit kontrolü yapıyorsunuz?
- ☐ Günlük
 - ☐ Haftalık
 - ☐ Aylık
 - ☐ 3 Aylık
12. Aşağıdaki risk ölçülerinden hangilerine göre risk limiti kullanıyorsunuz?
- ☐ Durasyon
 - ☐ Tracking Error
 - ☐ Benchmark VaR
 - ☐ Standart Sapma
 - ☐ Hiçbiri
13. Portföy Yönetimi şirketlerinin gelişimi için sizce aşağıdakilerden hangisi gereklidir?
- ☐ Vergi
 - ☐ Düzenli kontrol ve denetim
 - ☐ Hizmet yelpazesinin genişletilmesi
 - ☐ Şeffaflık
 - ☐ Hepsi

Anketimize yönelik olarak edindiğimiz cevaplar aşağıdaki bölümde ayrıntılı bir şekilde sunulmaktadır.

4.2.3 Portföy Yönetim Şirketleri Anket Sonuçlarının Detaylı Değerlendirmesi

Türkiye’de faaliyet gösteren 23 portföy şirketi arasında ankete katılan 20 portföy yönetim şirketinin üst düzey yöneticilerinden elde edilen sonuçlar ve sorular şu şekilde sıralanabilir.

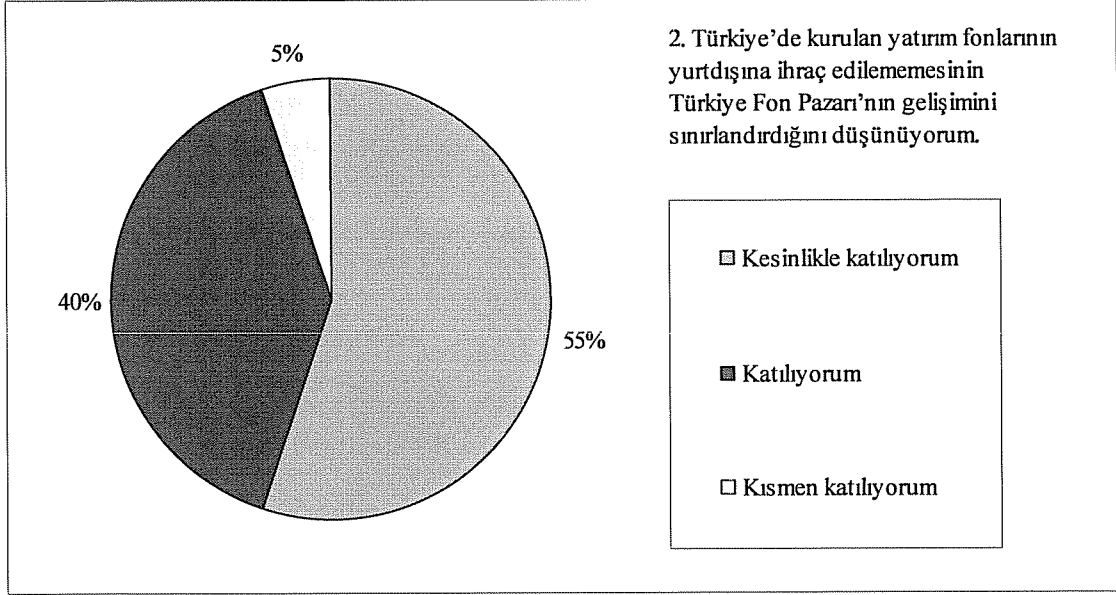
1. Kredi krizi Türk portföy yönetimi şirketlerini olumsuz etkileyecektir.



Şekil 25. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 1.Soru İçin Cevaplar

2008 Ağustos ayı ile birlikte subprime kriziyle başlayan, sonrasında küresel ortamda kredi krizine dönüşen ve sonuçta ülke ekonomilerine depresyona sokan krizin Türk portföy yönetim şirketlerini olumsuz etkileyecektir görüşüne 9 kurum (%45) kesinlikle katıldığını, 6 kurum (%30) katıldığını, 4 kurum (%20) kısmen katıldığını ve 1 kurum (%5) bu fikre katılmadığını belirtmiştir. Anketin yapıldığı 2009 yılı Ocak-Şubat döneminde katılımcıların %75’inin portföy yönetim şirketlerinin risk altında olduklarını düşündükleri söylenebilir.

2. Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırladığını düşünüyorum.

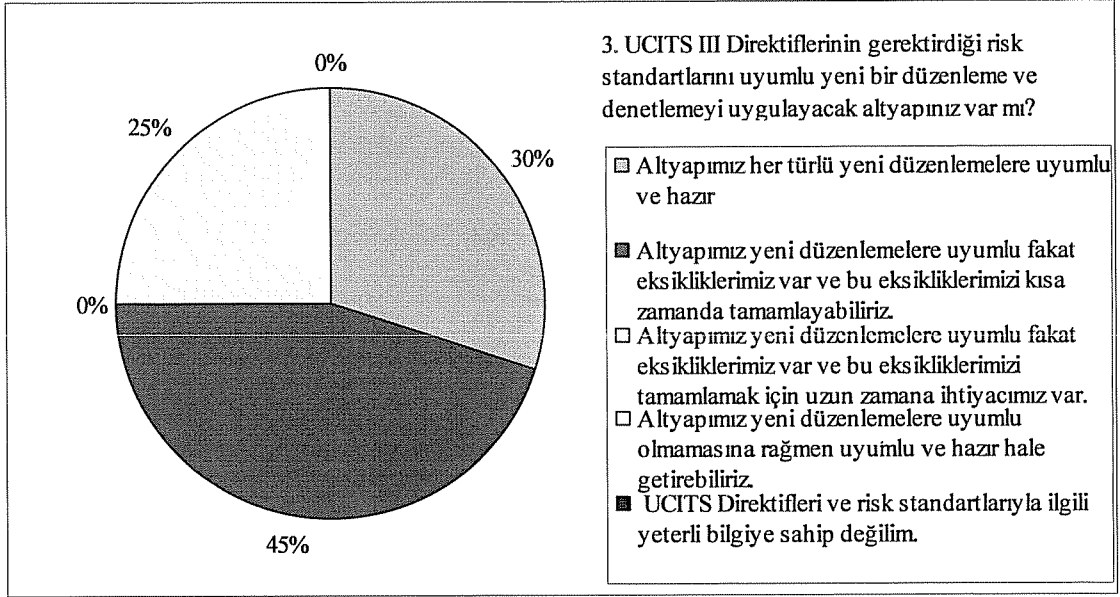


Şekil 26. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 2.Soru İçin Cevaplar

Türkiye Fon Pazarının mevcut durumu düşünüldüğünde Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin pazarın gelişimini sınırladığını fikrine katılımcıların 11’i (%55)’i kesinlikle katıldığını, 8’i (%40) katıldığını, 1’i (%5) ise kısmen katıldığını ifade etmişlerdir.

Türkiye Fon Pazarının gelişimini sınırlayan önemli bir faktör olarak Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesi söylenebilir. Yurtdışına açılım ile yeni tasarrufların Türkiye Fon Pazarı başta olmak üzere Türkiye sermaye piyasalarına dahil olması beklenebilir.

3. UCITS III Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarına uyumlu yeni bir düzenleme ve denetlemeyi uygulayacak altyapınız var mı?

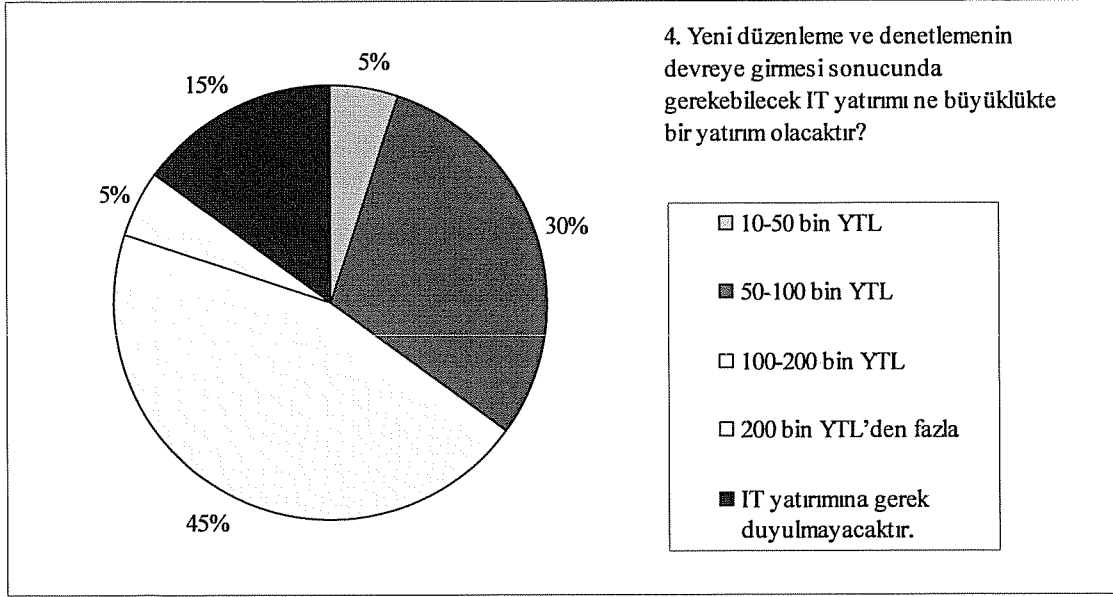


Şekil 27. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 3.Soru İçin Cevaplar

Türkiye Fon Pazarı'nın yurtdışına açılımı ile birlikte yeni düzenleme ve denetlemeler gündeme gelebilir. Bu konuda UCITS Direktifleri yol gösterici olabilir. Kurum üst yöneticilerine UCITS III Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarına uyumlu yeni bir düzenleme ve denetlemeyi uygulayacak altyapılarının olup olmadıkları sorulmuştur. 9 kurum (%45) altyapılarının yeni düzenlemelere uyumlu fakat eksikliklerinin olduğunu, buna rağmen bu eksikliklerini kısa zamanda tamamlayabileceklerini kaydetmiştir. 6 kurum (%30) altyapılarının her türlü yeni düzenlemelere uyumlu ve hazır olduğunu belirtmiştir. 5 kurum (%25) altyapılarının yeni düzenlemelere uyumlu olmasına rağmen uyumlu ve hazır hale getirebileceklerini ifade etmişlerdir.

Türkiye'de portföy yönetim şirketlerinin %75'inin altyapılarının yeni düzenlemelere uyumlu olduğu, kalan %25'lik bölümün altyapılarının hazır olmamakla birlikte yeni düzenlemelere uyumlu ve hazır hale getirilebileceği söylenebilir.

4. Yeni düzenleme ve denetlemelerin devreye girmesi sonucunda gerekebilecek IT yatırımı ne büyüklükte bir yatırım olacaktır?

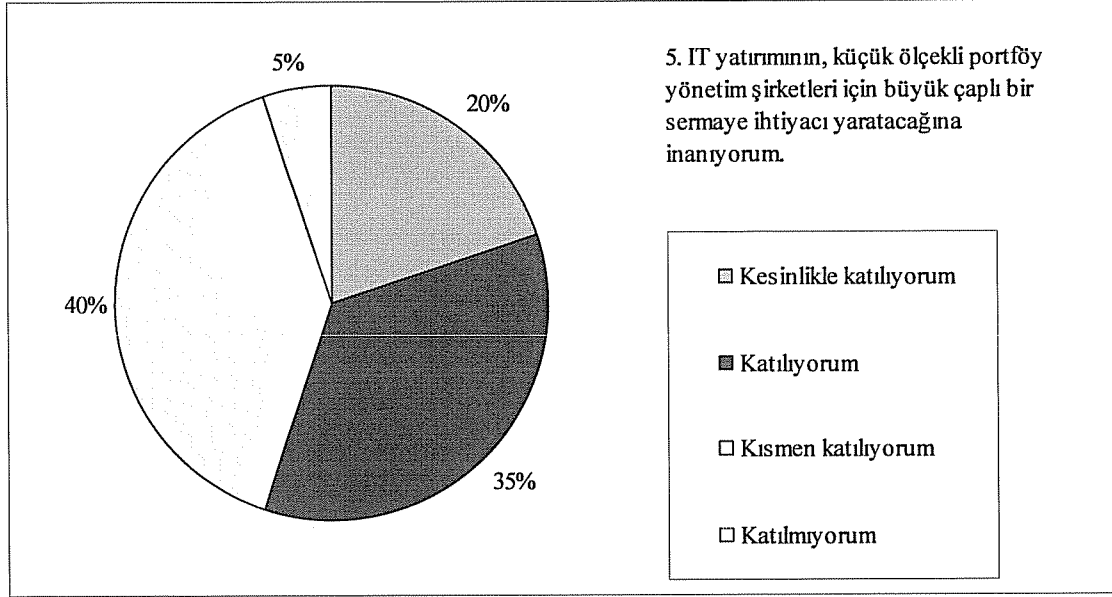


Şekil 28. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 4.Soru İçin Cevaplar

UCITS III Direktifleri ile uyumlu bir altyapının oluşturulması aşamasında yeni düzenleme ve denetlemelerin devreye girmesi portföy yönetim şirketlerini IT yatırımı yapmaya zorlayabilir. Böyle bir yatırımın ne büyüklükte olabileceğini sorduğumuz anket katılımcılarının 9'u (%45) "100-200 bin TL", 6'sı (%30) "50-100 bin TL", 1'i (%5) "200 bin TL'den fazla" ve yine 1 kurum da (%5) "10-50 bin TL" fiyat aralığı tahmininde bulunmuştur. 3 kurum (%15) "IT yatırımına gerek duyulmayacaktır" cevabını vermiştir.

Sonuçlar dikkate alındığında kurumların %75'i 50-200 bin TL arası bir altyapı yatırımının gerekli olacağına inandıkları söylenebilir.

5. IT yatırımının, küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için büyük çaplı bir sermaye ihtiyacı yaratacağına inanıyorum.

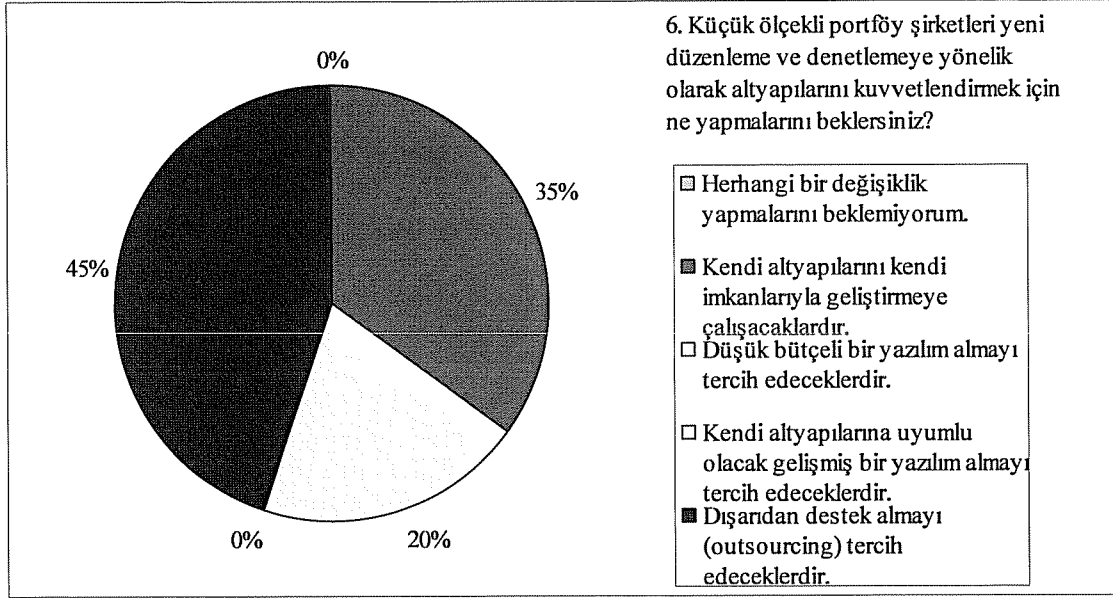


Şekil 29. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 5.Soru İçin Cevaplar

UCIT III Direktiflerine uygun yeni düzenleme ve denetlemelerin devreye girmesi ile oluşacak IT yatırımı ihtiyacının küçük ölçekli portföy yönetim şirketlerine büyük çaplı bir sermaye ihtiyacı yaratacağına inanıyorum fikrine 8 kurum (%40) kısmen katılıyorum, 7 kurum (%35) katılıyorum, 4 kurum (%20) kesinlikle katılıyorum ve 1 kurum (%5) ise katılmıyorum cevaplarını vermişlerdir.

Katılımcıların yarısından fazlası küçük ölçekli portföy şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarının önemli bir faktör olduğuna dikkat çekmektedir. Yeni düzenleme ve denetlemelere uyum sağlayabilmek açısından yeterli sermaye birikimine sahip olmaları gerekmektedir. Şirketlerin mevcut sermaye yapılarının çok daha üzerinde sermaye ihtiyacı doğuracak altyapı düzenlemelerine hazır olmaları ve gerekli önlemleri almalarının önemli olduğu söylenebilir.

6. Küçük ölçekli portföy şirketleri yeni düzenleme ve denetlemeye yönelik olarak altyapılarını kuvvetlendirmek için ne yapmalarını beklersiniz?



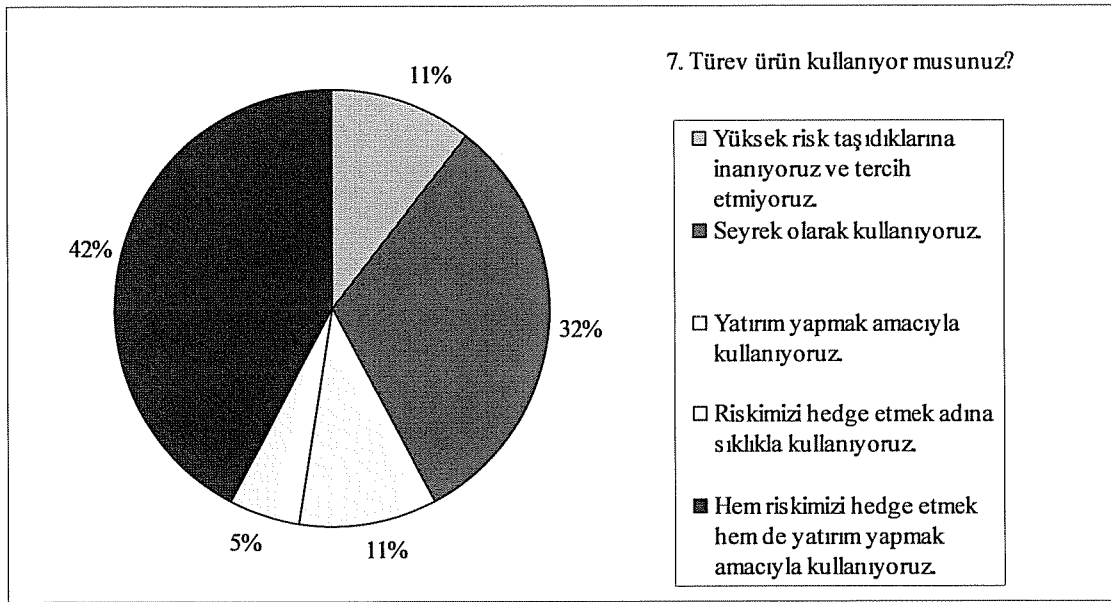
Şekil 30. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 6.Soru İçin Cevaplar

UCITS III Direktiflerine uyum sağlamak ve yeni düzenleme ve denetlemeye yönelik altyapılarını kuvvetlendirmek için portföy şirketleri gerekli çalışma ve hazırlıkları tamamlamak durumunda kalabileceklerdir. Beşinci soruda da değinildiği gibi küçük ölçekli portföy yönetim şirketlerinin altyapılarını kuvvetlendirmek için ek sermaye ihtiyacı gerekebileceği hatta bunun yüksek miktarlarda olabileceği sonucuna varılmıştır. Küçük ölçekli portföy şirketlerinin uygulayabileceği stratejilere yönelik anket katılımcılarının 9'u (%45) dışarıdan destek almayı (outsourcing) tercih edeceklerini, 7'si (%35) kendi altyapılarını kendi imkanlarıyla geliştirmeye çalışacaklarını ve 4'ü (%20) ise düşük bütçeli bir yazılım almayı tercih edeceklerini belirtmişlerdir. Katılımcıların hiçbiri "Herhangi bir değişiklik yapmalarını beklemiyorum" ve "Kendi altyapılarına uyumlu olacak gelişmiş bir yazılım almayı tercih edeceklerdir" seçeneklerini işaretlememişlerdir.

Katılımcılar küçük ölçekli portföy şirketlerinin altyapılarının yetersiz olduğunu düşünmekte ve kuvvetlendirmek için mutlaka tedbir alınması gerektiğine inanmaktadır.

Yüksek sermaye ihtiyacı doğurabileceğinden çoğunlukla dışarıdan destek alımı yanında kendi imkanlarından faydalanmayı tercih edecekleri veya düşük bütçeli bir yazılım alarak sorunlarına çözüm bulabilecekleri ihtimali ağırlık kazanmaktadır. Öte yandan yüksek sermaye ihtiyacı doğurabileceği ve bunu küçük ölçekli portföy şirketlerinin sağlamakta zorluk çekecekleri beklentisiyle gelişmiş yazılım satın alma tercihini kullanmayacakları anlaşılmaktadır.

7. Türev ürün kullanıyor musunuz?



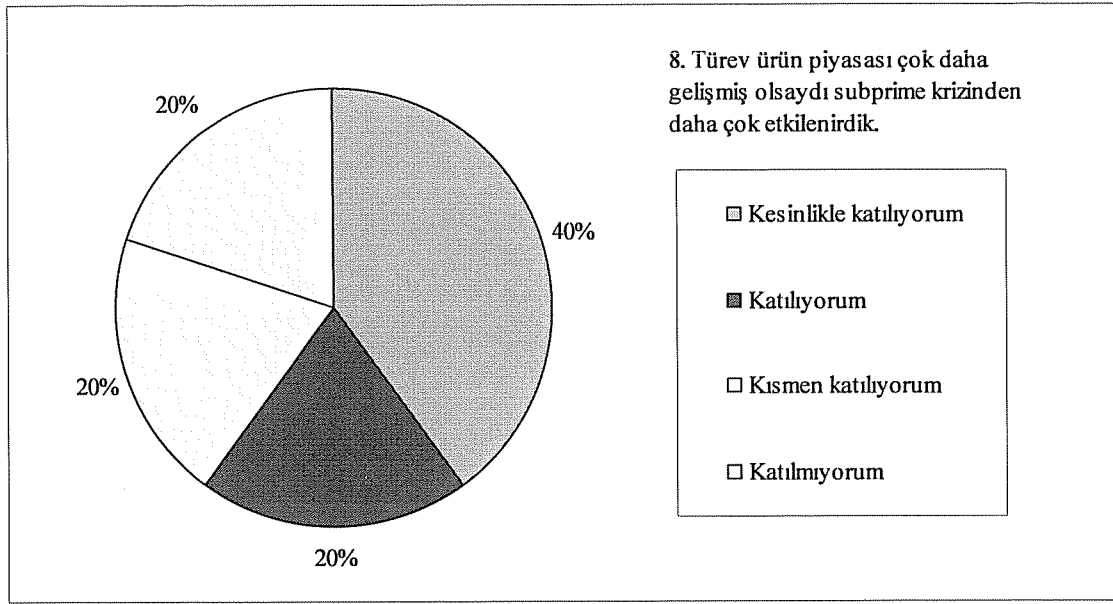
Şekil 31. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 7.Soru İçin Cevaplar

Türkiye’de portföy yönetim şirketlerinin türev ürün kullanımıyla ilgili olarak 19 kurumdan 8’i (%42) hem risklerini hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla, 6’sı (%32) seyrek olarak, 2’si (%11) yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullandıklarını belirtmişlerdir. 2 kurum (%11) yüksek risk taşıdıklarına inandıklarında türev ürün tercih etmediklerini, 1 kurum (%5) ise risklerini hedge etmek adına sıklıkla türev ürünlerden faydalandıkları cevabını vermişlerdir. Katılımcılardan hiçbirisi “Riskimizi hedge etmek adına sıklıkla kullanıyoruz.” cevabını işaretlememiştir. Katılımcılardan bir tanesinin ait olduğu kurum İslami temellere göre işlemesi sebebiyle

yetkili kişi türev ürün kullanmadıklarını ifade etmiş ve bu sebeple bu soruda hiçbir seçeneği işaretlememiştir.

Aldığımız yanıtlar Türkiye’de portföy yönetim şirketlerinin tamamına yakını hedge etmek ve/veya yatırım yapmak için türev ürün kullandıklarını göstermektedir.

8. Türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkilenirdik.

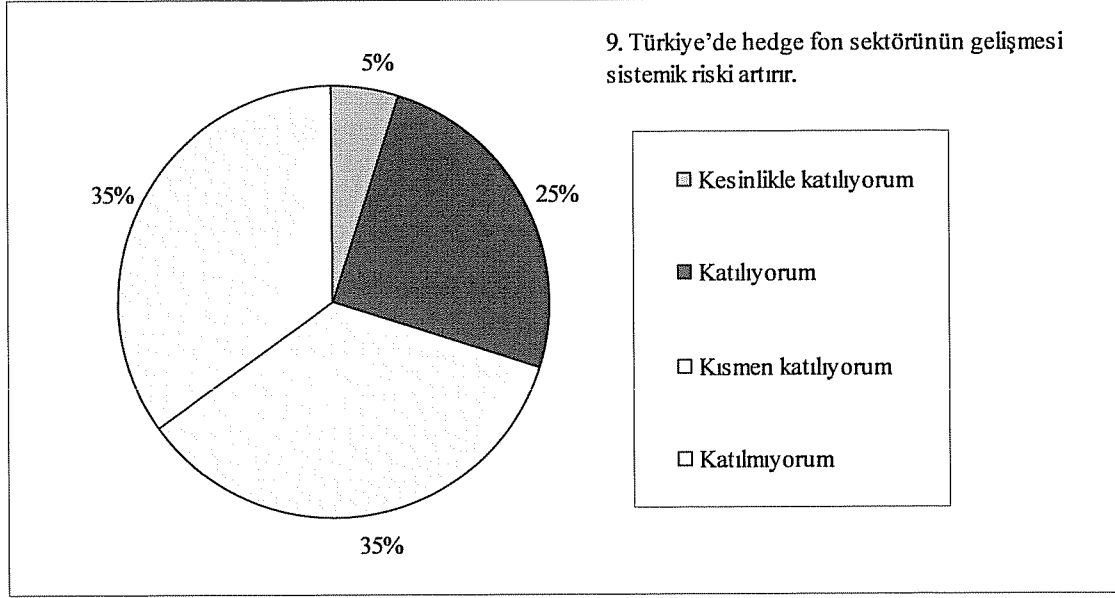


Şekil 32. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 8.Soru İçin Cevaplar

“Türkiye’de türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden etkilenirdik” düşüncesine yönelik olarak 8 kurum (%40) “Kesinlikle katılıyorum”, 4 kurum (%20) “Katılıyorum” ve 4 kurum (%20) “Kısmen katılıyorum” cevabını seçmişlerdir. Geriye kalan 4 kurum (%20) ise bu fikre katılmadıklarını ifade etmişlerdir.

Portföy yönetim şirketlerinin büyük bir kısmı olumsuz dış dalğanın etkisiyle Türk ekonomisinde yaşanan sancılara çok daha gelişmiş bir türev ürün piyasasına sahip olunsaydı sancıların çok daha şiddetli olmuş olacağı fikrini ortaya koymuşlardır.

9. Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesi sistemik riski artırır.

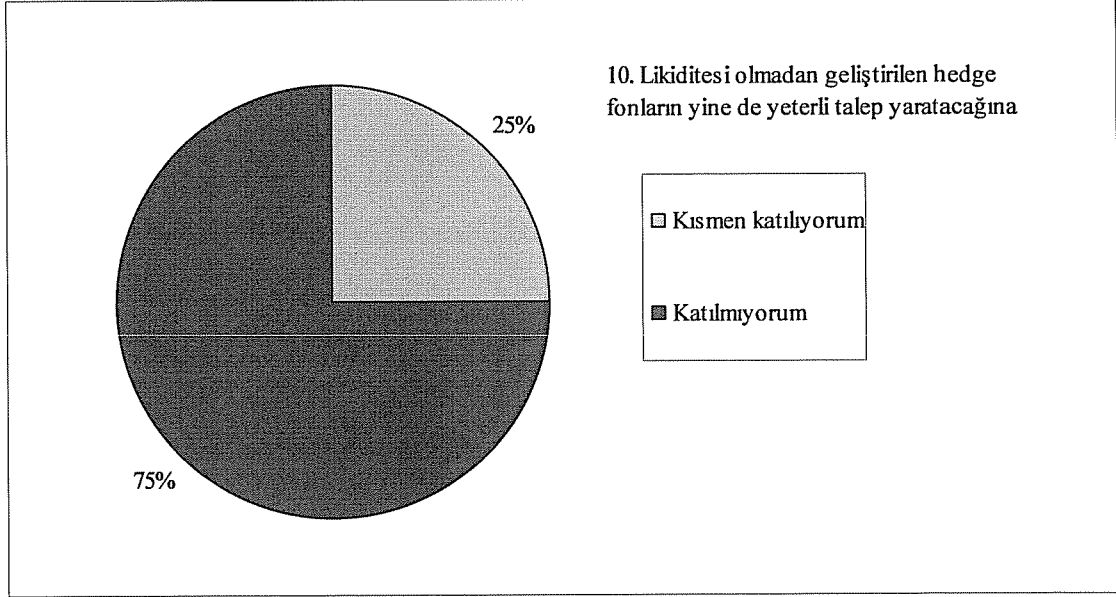


Şekil 33. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 9.Soru İçin Cevaplar

Türkiye’de faaliyet gösteren portföy şirketlerinin üst düzey yöneticilerine “Türkiye’de serbest fon sektörünün gelişmesi sistemik riski artırır” görüşüne katılıp katılmadıkları sorulmuştur. 7 kurum (%35), bu fikre kısmen katıldığını, 7 kurum (%35), katılmadığını, 5 kurum (%25) katıldığını, 1 kurum (%5) kesinlikle katıldığını ifade etmişlerdir.

Katılımcıların yarısından fazlası serbest fonların Türkiye’de sistemik riski artıracığına inanmaktadır. Gelişmiş ekonomilerle kıyaslandığında Türkiye’de derin olmayan bir hisse senetleri piyasası ve gelişmemiş bir türev ürün piyasasının varlığı dikkate alındığında edindiğimiz bu sonucun şaşırtıcı olmadığı söylenebilir.

10. Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağına inanıyorum.

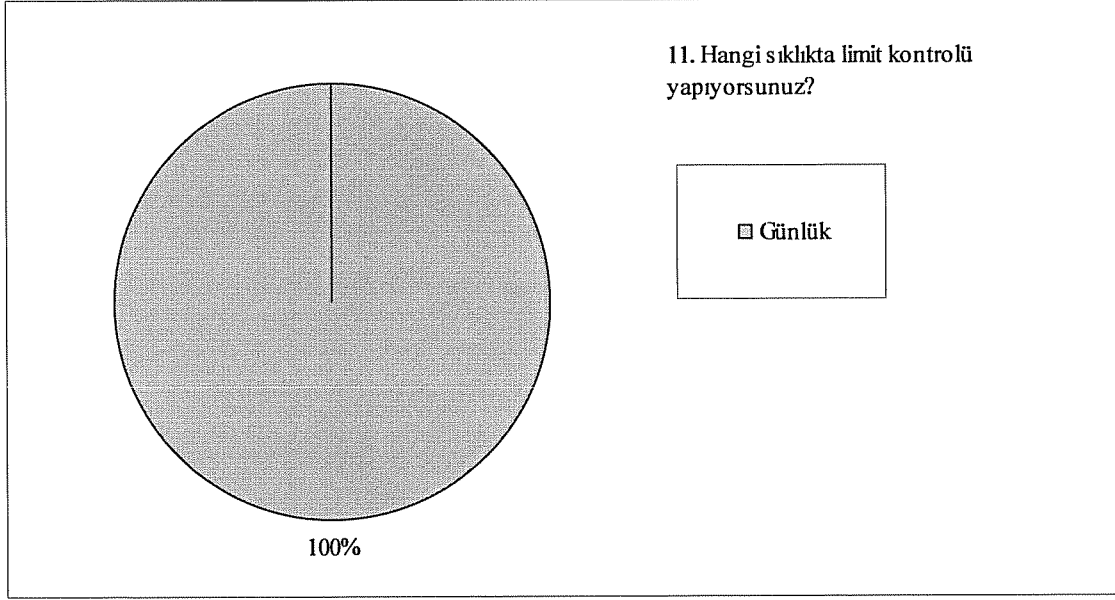


Şekil 34. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 10.Soru İçin Cevaplar

Sermaye piyasalarında likidite önemli rol oynamaktadır. Likiditesi yüksek olan pazarlara giriş çıkışlar zarar etme olasılığını sınırlandırırken likiditesi düşük olan pazarlarda yetersiz talep yüksek zararlarla sonuçlanabilir. Katılımcılara “Likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yine de yeterli talep yaratacağına inanıyorum” fikrine katılıp katılmadıklarını sorduk. Aldığımız cevaplara göre 15 kurum bu fikre katılmadığını ve diğer 5 kurum da kısmen katıldığını ifade etmişlerdir.

Portföy yönetim şirketleri sektörü temsilcilerinin %75’lik bölümü yeterli likiditeye sahip olmadan geliştirilen bir serbest fon pazarının yeterli talep yaratmayacağına inanmaktadır. Tersten düşünüldüğünde likit ve gelişmiş bir serbest fon pazarının yeterli talep göreceği fikri ağırlık kazanmaktadır. Türkiye sermaye piyasalarına yönelik tasarrufların artması yeni yatırım araçlarına talebi artırabilir. Öncelikle tasarrufların artmasına yönelik tedbirlerin alınması gerektiğini söylemek yanlış olmayabilir.

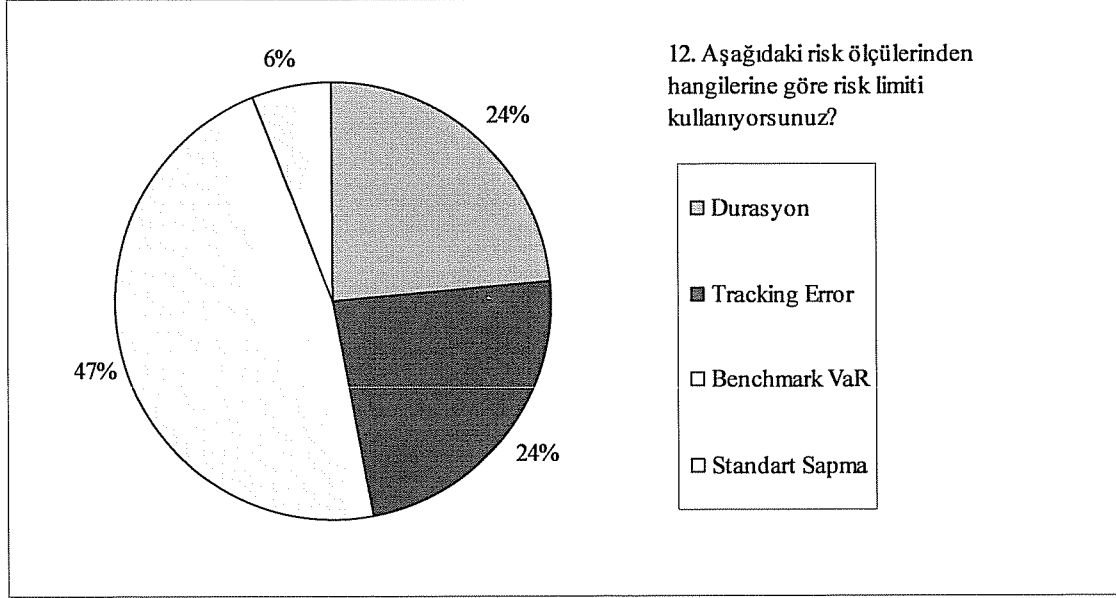
11. Hangi sıklıkta limit kontrolü yapıyorsunuz?



Şekil 35. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 11.Soru İçin Cevaplar

Türkiye’de faaliyet gösteren portföy şirketi temsilcilerine hangi sıklıkta limit kontrolü yaptıkları sorulmuştur. Katılımcıların hepsi günlük limit kontrolü yaptıklarını ifade etmişlerdir. Portföy yönetim sektörünün risk yönetimi uygulamalarına önem verdiği söylenebilir.

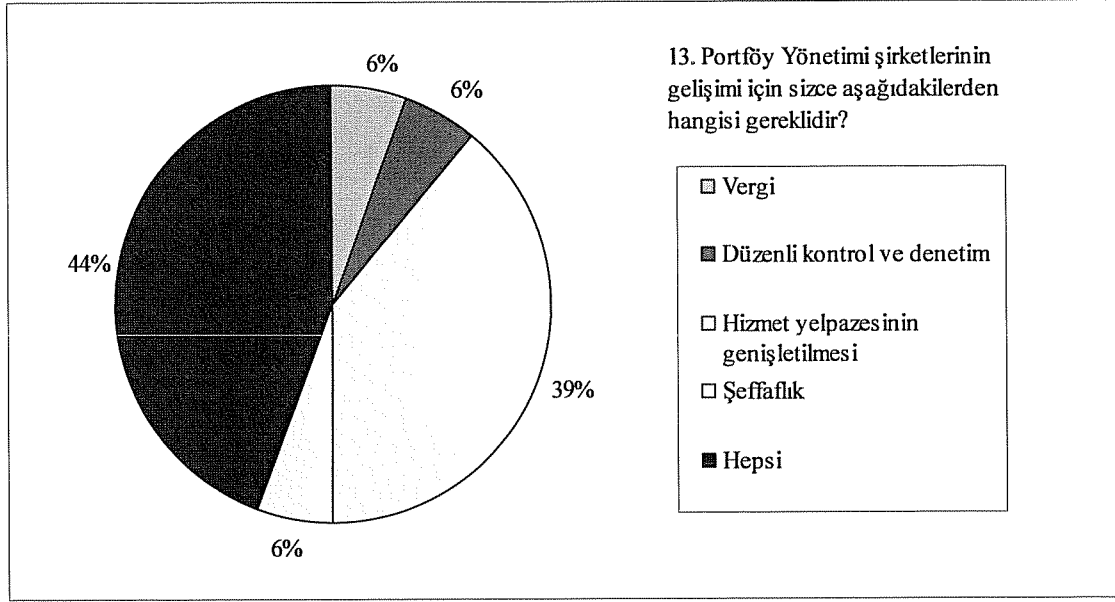
12. Aşağıdaki risk ölçülerinden hangilerine göre risk limiti kullanıyorsunuz?



Şekil 36. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 12.Soru İçin Cevaplar

Portföy şirketleri temsilcilerine risk ölçülerinden hangilerine göre risk limiti kullandıkları sorulmuştur. 17 kurumdan 8'i "Benchmark Var", 4'ü "Durasyon", 4'ü "Tracking Error" risk ölçü tekniklerini kullandıklarını belirtmiştir. Katılımcılardan sadece 1 kurum "Standart Sapma" yöntemini risk ölçüsü olarak kullandığını ifade etmiştir. Diğer 3 katılımcı birden fazla seçenek işaretlediği için ölçüme dahil edilmemiştir. Ağırlıklı olarak Benchmark VaR yönteminin risk ölçü yöntemi olarak kullanıldığı söylenebilir.

13. Portföy yönetimi şirketlerinin gelişimi için sizce aşağıdakilerden hangisi gereklidir?



Şekil 37. Portföy Yönetim Şirketleri Anketi 13.Soru İçin Cevaplar

Türkiye’de faaliyet gösteren portföy yönetimi şirketleri üst düzey yöneticilerine “Portföy yönetimi şirketlerinin gelişimi için sizce aşağıdakilerden hangisi gereklidir?” sorulmuştur. 18 kurumdan 7’si “Hizmet yelpazesinin genişletilmesi”, 1 kurum “Vergi”, 1 kurum “Düzenli kontrol ve denetim” ve 1 kurum da “Şeffaflık” seçeneğinin gerekli olduğunu savunmuştur. Katılımcılardan 8’i “Hepsi” diyerek bütün seçeneklerin gerekli olduğu yanıtını vermiştir. 2 kurumdan gelen yanıt birden fazla seçeneği kapsadığı için değerlendirmeye katılmamıştır.

Türkiye’de faaliyet gösteren 23 portföy yönetim şirketinin 20’sinin katıldığı anketimizde elde ettiğimiz sonuçları şöyle toparlayabiliriz:

- Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesi Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırlandırmaktadır. Fon pazarının gelişebilmesi için yeni düzenlemeler yapılarak Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilmesi sağlanmalıdır. Böylece yeni tasarrufların Türkiye

sermaye piyasalarına kazanılmasıyla çok daha derin bir piyasa mekanizması elde edilebilir.

- Türkiye’de kurulu portföy şirketlerinin altyapıları ağırlıklı olarak yeni düzenlemelere uyumlu ve kısa sürede eksiklikler tamamlanabilecektir. Böyle bir düzenleme sonucunda kurum başına ağırlıklı olarak 50-200 bin TL arası bir yatırım ihtiyacının gündeme gelebileceği ve IT yatırımının küçük ölçekli portföy yönetim şirketlerine dikkate değer bir sermaye ihtiyacı yaratabileceği anlaşılmaktadır. Ek sermaye ihtiyacını düşük tutmak amacıyla küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri dışarıdan destek almayı veya kendi altyapılarını kendi imkanlarıyla geliştirmeyi veya düşük bütçeli bir yazılım almayı tercih edebileceklerdir.
- Kurumlardan yarıdan fazlası risklerini hedge etmek ve/veya yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullanmaktadırlar. Türkiye’de türev ürün piyasasının çok daha gelişmiş olması durumunda subprime krizinden daha çok etkilenebileceğimiz ifade edilmektedir.
- Türkiye’deki serbest fon sektörünün gelişmesiyle birlikte sistemik riskin artıp artmayacağı konusunda tam bir fikir birliği yoktur.
- Riskli yatırım olarak bilinen serbest fonlara karşı güvensizlik olduğu söylenebilir.
- Risk yönetimi konusunda katılımcıların tamamı günlük limit kontrolü yapmakta ve başvurdukları yöntemler farklılık göstermektedir. Genelde Benchmark VaR modeli tercih edilmektedir.
- Portföy yönetim şirketlerinin gelişimi konusunda katılımcıların görece olarak çoğunluğu vergi, düzenli kontrol ve denetim, hizmet yelpazesinin genişletilmesi ve şeffaflığın gerekli olduğunu belirtmişlerdir. Türkiye’de portföy yönetim şirketlerinin hizmet yelpazesinin kısıtlı olduğu, şeffaf bir yapıda olmadıkları, düzenli kontrol ve denetimin eksikliğinin hissedildiği ve vergisel avantajların gerektiği sonuçlarını çıkartabiliriz.

4.3 Anket Sonuçlarının Yorumlanması ve Sonuçların Ortak Paydada Birleştirilmesi

2001 bankacılık krizinin başarıyla atlatılması ve ardından tek partili hükümetin devreye girmesiyle birlikte IMF ile yürütülen programın başarıyla sürdürülmesi ve BDDK ve SPK düzenlemeleri Türkiye mali piyasalarının sağlıklı bir zemine oturmasında etkili olmuştur.

Mali piyasaların derinlik kazanması uzun soluklu bir süreçtir. Güven algılamasının gelişmesi yürütülen istikrar programlarıyla yakından ilintilidir. Ekonomik veya siyasi tedirginliklerin olmadığı dönemlerde sermaye piyasalarına giren tasarruflar derinliği artırdığı gibi tasarrufların daha geniş bir tabana yayılmasında da faydalı olmaktadır.

Tüm bunlar normal piyasa şartlarında olması beklenen gelişmelerdir. 2008 kredi krizine yönelik toparlanma sinyallerinin gelmeye başladığı bir dönemden geçmekteyiz. Kredi krizinin, başka bir ifadeyle likidite krizinin sona ermesiyle birlikte tasarrufların dağılımında değişiklikler görebiliriz.

Düşük faiz seviyesinin korunmasıyla birlikte sermaye piyasalarına olan güven yerini sağlamlaştırdıkça Türk yatırımcıları tasarruflarını riskli yatırım araçlarına kaydırabilirler. Bu anlamda önceliğin yatırım fon pazarı olacağı söylenebilir. Özellikle koruma amaçlı yatırım fonları tasarruf sahiplerinin öncelikli tercih edeceği yatırım fonu olabilir. Söz konusu yatırım fonu kriz döneminde içerdiği yatırım stratejisi olarak opsiyon gibi türev araçları barındırmasından ve bu işlemlerin maliyetlerinin yüksek olması gibi sebeplerle tasarruf sahipleri tercih etmemiş olsalar da piyasada likiditenin artmasıyla birlikte işlem maliyetleri düşebilecek ve getiri potansiyelinin artmasıyla birlikte anapara garantisinin yanında yüksek getiriye de sahip olabileceklerdir.

Öte yandan Türkiye sınırları içinde alınıp satılabilen yatırım fonlarının UCITS fonlarına benzer bir kimlikle yurtdışına pazarlanabilmesi yatırım fon pazarımıza yeni tasarrufların kazandırılmasında etkili olabilir. Halen UCITS Direktiflerinin tam olarak AB genelinde aynı bakış açısıyla uygulanmayışı, vergisel ve bürokratik zorluklar yanında türev ürünlerin işleyişine yönelik düzenlemelerin kredi krizinde yeterli koruma

sağlayamaması gibi zorluklar mevcuttur. SPK'nın çok iyi analiz ederek ve sentezleyerek tüm olasılıkları bünyesine katan düzenlemeler ışığında yatırım fonlarının yurtdışına pazarlanabilmesi imkanı Türk fon pazarının gelişmesinde etkili olabilir.

Düzenleme ve denetleme mekanizmasının Türkiye mali piyasalarında sağlıklı bir şekilde yürütülmesi bankalarımızı diğer ülkelere göre güçlü bir konuma getirmiştir. Türkiye sermaye piyasalarının daha gelişmiş bir yapı kazanabilmesi için birtakım yenilikler piyasalara kazandırılabilir. Örneğin dünya geneline baktığımızda türev ürünlerin hisse senetleri ve tahvil piyasasına göre çok daha büyük bir derinliğe sahip olduğu görülmektedir. Türkiye'de türev ürün piyasası fazla gelişmemiştir. Her ne kadar mali olduğu kadar reel kesim de risklerini hedge etmek için türev ürünler kullanılsa da özellikle bankalara yönelik sıkı denetleme ve düzenleme bilanço dışı faaliyetlere sınır getirmektedir. Reel kesimin daha yaygın bir şekilde risklerini hedge etmek için türev ürün kullanmaları olası risklere karşı daha tedbirli olmalarını sağlayabilir. Bu da bankaların farklı ve ihtiyaca yönelik türev ürün geliştirmelerinde etkili olabilir.

Likiditesi yüksek bu tür yapılandırılmış yeni ürünlerin finansal sistemimizde yer almasıyla birlikte özellikle serbest fonların yatırım yapabileceği çok sayıda ve çeşitlilikte likit ürünler oluşturulmasıyla birlikte serbest fon pazarının gelişmesinde bir hareketlilik görebiliriz. Vergi düzenlemelerinde ayarlamalarla birlikte serbest fonların gelişimi hızlanabilir. Riskten korunma yanında yatırım amacıyla türev ürün kullanımının yaygınlaşması bu tür özel ve nitelikli müşteri tabanını artırabilir. Gerekli düzenlemeler ve sonrasında uygulanacak denetimler sistemin sağlıklı bir mekanizmaya kavuşmasında etkili olabilir.

Türev ürünleri en yaygın ve etkin olarak serbest fonlar kullanmaktadır. Bankacılar portföy yönetim şirket üst yöneticileri serbest fonların Türkiye'de henüz gelişmemiş bir pazar olmasını eksiklik olarak düşünmektedir. Düşük faiz ortamının uzun vadede korunması ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması ile birlikte serbest fon pazarının gelişeceğine inanılmaktadır.

Serbest fon pazarının mali sistemde henüz yer almamasının gerisinde önemli sebepler vardır. Bu sebepleri sıralamaya çalışalım:

- Ekonomik ve politik arenada kırılganlık var. Türkiye’de çoklu ve sık değişen hükümetler gerekli kararların alınmasında yetersiz kalmışlar, istikrar programı ancak tek partili hükümet ve IMF arasındaki işbirliği ile eksiksiz bir şekilde yürütülmeye çalışılmıştır.
- Geleceğe yönelik kaygılar düzenleyici otoriteleri çabuk hareket etmekten alıkoymaktadır.
- Serbest fonların tanım gereği hükümetin denetleme ve düzenleme imkanlarına olanak vermemesi, karmaşık ve şeffaf olmayan yatırım stratejileri uygulamaları, farklı bankalarda aldıkları pozisyonların sistem genelinde ne büyüklükte bir risk oluşturduğuna dair belirsizlikler serbest fonlara karşı daha temkinli bir duruşa sahip olmamızda etkili olmuştur.

Türev ürünler ve serbest fonların yanında Türkiye Fon Pazarı’nın da henüz tam gelişmediğini söylemek doğru olacaktır. Sebeplerini şöyle sıralamak mümkün:

- Türkiye’de fon yatırımcısının ağırlıklı olarak sabit getirili enstrümanlara yatırım yapan fon türlerini tercih etmesi riskten kaçınan bir yatırımcı profilinin varlığını ortaya koyuyor.
- AB’de tek pazar sistemine geçiş amacıyla geliştirilen UCITS fonlar AB üye ülkeleri içinde rahatlıkla pazarlanabilmekte, AB’ye üye olmayan Avrupa ülkelerinde ise gerekli düzenlemeler yapıldığı takdirde yine pazarlanma imkanı bulabilmektedir. Böyle bir imkan maalesef Türkiye Fon Pazarı’nda mevcut değildir. Yurtdışında pazarlanma imkanı bulabilecek yatırım fonları sermaye piyasalarımıza yeni ve kalıcı tasarrufları kazandırabilir.

Bankacılık sektörüyle ilişkili anket cevaplarından elde ettiğimiz sonuçları gözden geçirdiğimizde karşımıza şöyle bir tablo çıkmaktadır:

- Bankacıların %42’si gelişmiş yatırım fon pazarı ile mevduat hacmi arasında doğrusal bir ilişki olduğunu düşünmezken %29’u kısmen doğrusal bir ilişkinin varlığından bahsetmektedir.
- Katılımcıların %60’ı Türkiye’de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarı’nın gelişimini sınırlandırdığını

düşünürken, %27'si bu fikri kısmen desteklemekte, %13'ü ise bu görüşe katılmadığını ifade etmektedir.

- UCITS fonları ve serbest fonların Türkiye Fon Pazarı'na dahil olması ile özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesi ile birlikte özel müşterilerin sayısının artacağı düşüncesi ağırlık kazanırken emanetçi bankacılığının oluşturulması gibi yeni faaliyet alanlarının geliştirilmesiyle birlikte bankacılık sektörünün gelişimine katkı sağlayacağı fikri de bir miktar da olsa desteklenmiştir.
- Serbest fonların Türkiye'de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün risk profilinin artacağı görüşü görece olarak ağır basmaktadır.
- Finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel ürün ve özel müşteri tabanının geliştirilmesi gerektiği fikri ağırlık kazanmaktadır.
- Yaşanan önceki krizler ve şu anda küresel ekonomilerde etkisini gösteren kredi krizi bankacılarımızın halen gelecek hakkında tedirgin olduklarını gösterse de serbest fonların gelişiminin Türkiye'de devreye girmesiyle birlikte sistemik riskin artacağı konusunda kesin bir fikir birliği de oluşmamıştır.
- Katılımcıların yaklaşık %90'ı olası risklerine rağmen Türkiye'de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini desteklemekteler.
- Katılımcıların büyük bir çoğunluğu likiditesi olmadan geliştirilen serbest fonların yeterli talep görmeyeceği fikrini desteklemekteler.
- Serbest fonların Türkiye'de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün alması gereken tedbirlerin en başında risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi gerektiği fikri ağırlık kazanırken bir kısım da serbest fonların erken itfası ve/veya iflasına yönelik erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesi gerektiğini öne sürmektedir.
- Katılımcıların yarısı hem risklerini hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullandıklarını, %30'luk bir kısım ise risklerini hedge etmek adına sıklıkla türev ürün kullandıklarını ifade etmektedirler.
- Katılımcıların çoğunluğu türev ürün piyasası çok daha gelişmiş olsaydı subprime krizinden daha çok etkilenirdik fikrini desteklemektedirler.

- Günlük limit kontrolü yapılırken ağırlıklı olarak Benchmark VaR yöntemi kullanılmaktadır.

Portföy yönetim şirketleriyle ilişkili anket cevaplarından elde ettiğimiz sonuçlar aşağıda toparlanmıştır:

- Katılımcıların %75'i kredi krizinin Türk portföy yönetimi şirketlerini olumsuz bir şekilde etkileyeceğine inanmaktadır.
- Türkiye'de kurulan yatırım fonlarının yurtdışına ihraç edilememesinin Türkiye Fon Pazarının gelişimini sınırladığı fikri desteklenmektedir.
- Katılımcıların %75'i altyapılarının UCITS III Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarına uyumlu olduğunu belirtirken kalan %25'lik bölüm ise altyapılarının hazır olmamakla birlikte yeni düzenlemelere uyumlu ve hazır hale getirebileceğini ifade etmektedir.
- Katılımcıların %75'i yeni düzenleme ve denetlemelerin devreye girmesi sonucunda 50-200 bin TL arası bir IT yatırımının gerekli olacağına inanmaktadırlar.
- Katılımcıların yarısından fazlası IT yatırımının küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için büyük çaplı bir sermaye ihtiyacı yaratacağına inanmaktadırlar.
- Küçük ölçekli portföy şirketleri yeni düzenleme ve denetlemeye yönelik olarak altyapılarını kuvvetlendirmek için dışarıdan destek alımı yanında kendi imkanlarından faydalanmayı tercih edeceklerini veya düşük bütçeli bir yazılım alarak sorunlarına çözüm bulabileceklerinden bahsediliyor.
- Katılımcılardan yarıya yakını hem risklerini hedge etmek hem de yatırım yapmak amacıyla türev ürün kullandıklarını belirtmişlerdir.
- Katılımcıların büyük bir kısmı olumsuz dış dalga'nın etkisiyle Türk ekonomisinde yaşanan sancıların çok daha gelişmiş bir türev ürün piyasasına sahip olmamız halinde sancılarının çok daha şiddetli olmuş olacağı fikrini ortaya koymuşlardır.
- Serbest fonların Türkiye'de sistemik riski artıracığına yönelik olarak katılımcılar arasında kesin bir görüş birliği oluşmamıştır.

- Katılımcıların %75'lik bölümü yeterli likiditeye sahip olmadan geliştirilen bir serbest fon pazarının yeterli talep yaratmayacağına inanmaktadırlar.
- Katılımcıların hepsi günlük limit kontrolü yapmaktalar.
- Ağırlıklı olarak Benchmark VaR yönteminin risk ölçüm yöntemi olarak kullanıldığı görülmektedir.
- Portföy yönetimi şirketlerinin gelişimi için en fazla hizmet yelpazesinin genişletilmesi gerektiği fikri ağırlık kazanmaktadır.

Banka ve portföy yönetim şirketlerine yönelik yapılan anket çalışmalarımızda elde ettiğimiz sonuçları birleştirdiğimizde şu noktalar öne çıkmaktadır:

Yatırım fon piyasasında gelişme paralelinde mevduat hacminde doğrusal bir değişim beklenmemektedir. Yatırım fon paylarının yurtdışına pazarlanabilmesi Türkiye Fon Pazarının gelişimine katkıda bulunabilir. UCITS fonlarının pazarda yer alması ve serbest yatırım fonlarının gelişmesi özel müşteri sayısında artışı getirebilir, özel yatırım ürünlerine olan talebi artırabilir gelişebilir ve bankacılık sektörünün faaliyet alanlarının genişlemesine katkıda bulunabilir. Gelişmiş bir serbest yatırım fon pazarı sistemik risk üzerinde tehlike oluşturması beklenmezken bankacılık sektörünün risk profilinin artacağı öngörülmektedir. Olası risklerine rağmen serbest yatırım fon pazarının gelişimi desteklenirken düşük likiditeye sahip pazar yeterli talep görmeyebilir. Bankacılık sektörü aktif serbest yatırım fon pazarına yönelik tedbir olarak risk yönetimi uygulamalarını geliştirmeli, erken itfa ve/veya iflasa yönelik erken uyarı sistemleri oluşturmalılar. UCITS benzeri fonlar ve gelişmiş serbest fon pazarı türev ürün piyasasını geliştirecektir. Öte yandan 2008 Kredi Krizine yönelik olarak gelişmiş bir türev ürün pazarının Türkiye'yi subprime (eşikaltı) krizinden daha çok etkileneceği fikri desteklenmektedir. Halen türev ürünler hem bankacılık sektöründe hem de portföy yönetim şirketlerinde riskleri hedge etmek ve yatırım yapmak amacıyla kullanılmaktadır. Günlük limit kontrolünde Benchmark VaR yöntemi tercih edilmektedir. Çoğu portföy yönetim şirketinin altyapısı UCITS III Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarına uyumlu olduğu belirtilirken yeni düzenleme ve denetimlerin devreye girmesinin 50-200 bin TL arasında IT yatırımı gerektirebileceği

ve bu miktarın küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için büyük çaplı sermaye ihtiyacı yaratabileceği düşünülmektedir.

4.4 Yeni Ürünler; Faydaları, Sektöre Etkileri Ve Önermeler

Bankacılık sektörüne ve portföy yönetim şirketlerine yönelik anket çalışmalarımıza düşük bir katılımcı kitlesinden yanıt gelmesine rağmen UCITS fonları, türev ürünler ve serbest fonların Türkiye mali sistemine olası etkileri konusunda genel bir bakış açısı kazandırmaya faydası olduğu söylenebilir. Bu üç başlıktan en çok bilineni ve kullanılanı türev ürünler olsa da tasarruf sahipleri arasında yaygın bir kullanıma sahip değiller. Daha çok bankalar ve büyük ölçekli reel şirketler ağırlıklı olarak türev ürünlerden faydalanmaktadırlar. Serbest fonlar ise SPK tarafından düzenlemeye tabi tutulsa da ekonomik konjonktür bu pazarın Türkiye finansal sisteminde gelişimine olanak tanımamıştır. UCITS fonları ise tamamen yabancı olduğumuz yeni bir kavramdır. 2001 yılında AB Üye Ülkeleri arasında hızlı bir şekilde gelişme kaydeden bu fonların amacı AB tek pazar oluşumuna katkı sağlamaktır ve sınır ötesi pazarlanabilmektedir. Piyasa şartlarına uygun ve devamlı geliştirilen UCITS Direktifleri ile düzenlenmektedirler. Türkiye Fon Pazarı'na yönelik düzenlemeler böyle bir imkana olanak vermemektedir.

Anket çalışmamızı yukarıda değindiğimiz üç ana başlık altında yeterli bilgiye sahip orta ve üst düzey banka çalışanları ile üst düzey portföy yönetim şirketi profesyonellerine yönlendirmiş olmamız ile Türkiye mali sektörünün halihazırdaki durumu ve geleceğe yönelik olası gelişmelere istinaden daha sağlıklı bir bilgi birikimine sahip olmamızı sağladığı söylenebilir. Elde edilen sonuçları her iki sektörü içine alarak genel bir analizini yapmak ve bazı önermeler ortaya koymak mümkün olabilir. Başlıklar halinde analiz ve önermelerimizi sıralayalım:

4.4.1 Katılımcılar

Serbest fonlar, türev ürünler ve UCITS fonlarıyla ilgili genel bir bilgi birikimine sahip katılımcı kitlesinin sayısının azlığı finansal sistemde yer alan yeni gelişmelerin sektör çalışanları tarafından yeterince takip edilmediği sonucuna varılabilir. Dinamik bir yapıda olan finansal piyasalarda faaliyet göstermek yeni

açılımların takip edilmesi, olası etkilerinin analiz edilmesi ve fayda ve risklerinin ortaya konulmasını gerektirmektedir. Kuşkusuz yeni açılımlar orta ve üst düzey yöneticiler tarafından yakından takip edilmektedir. Finansal sistemin sağlıklı bir yapıda sürdürülmesi için yürürlükteki başlıkları uygulamanın yanında sektörle ilgili yeni bilgi birikimine sahip olmak daha kaliteli bir hizmet olanağı tanıyabilir.

Finansal sistemin gelişmesinde müşteri ihtiyaçları önemlidir. Amacı nakit ihtiyacı bulunan reel sektöre sağlıklı ve etkin bir finansman kaynağı sunmak olan mali sistem geçmişten bugüne önemli ölçüde yol kat etmiştir. Geliştirilen yeni enstrümanlar, literatürde çıkan yeni teori ve çalışmalar finansal sistemin hızla gelişmesinde faydalı olmuştur. Öncelikle müşteri ihtiyaçlarını doğru bir şekilde tayin etmek ve sağlıklı analizler sonucunda etkin bir çözüm yöntemi sunmak bankaları olduğu kadar tüm mali sektörü daha üst seviyelere çıkarabilir. Rekabetin yoğun olduğu mali sistemde üstün hizmet kalitesi sunan kurumlar gelir pastasından daha büyük bir dilim alabilirler. İleride bilgi seviyesi yüksek yeterli sayıda bir katılımcı kitlesinin varlığı da yeni akademik çalışmaların daha sağlıklı sonuç vermesinde fayda sağlayabilir.

4.4.2 Türev Ürün Piyasasının Türkiye Finansal Sistemine Etkileri

Bankacılık ve portföy yönetimi şirketleri sektörüne yönelik her iki anket de henüz emekleme dönemindeki türev ürün piyasamızın gelişmiş bir piyasa olması durumunda ABD’de subprime krizinden doğan ve halen yaşanmakta olan kredi krizinden çok daha fazla etkilenmemize sebep olacağı fikri ağırlık kazanmaktadır. Anket sonuçlarına göre bankalar ve portföy yönetim şirketleri türev ürünleri risklerini hedge etmek ve yatırım yapmak amacıyla kullandıklarını öğreniyoruz. Ayrıca her iki sektörde de limit kontrolü günlük olarak yapılırken risk ölçüm yöntemi olarak da Benchmark VaR yöntemini kullanmayı tercih etmektedirler. Bu da her iki sektörde güncel risk yönetimi metodlarının uygulandığını göstermektedir.

Türkiye’de mortgage sistemi 2006’da başlamıştır. İpotek teminatlı türev ürünlerle ilgili düzenlemeler SPK tarafından yapılmıştır. Bu tür menkul kıymetlerin ihracını yetkili bankalar ve ipotek finansmanı sağlayacak kuruluşlar tarafından yapılacağı SPK mevzuatında yer almaktadır. Henüz böyle bir piyasa mali sistemimizde

faaliyet göstermeye başlamamıştır. Öte yandan düzenlemeye tabi olmayan ipoteğe dayalı ve yüksek risk grubunu ifade eden türev ürünlere yönelik bir yatırım tercihinin bahsedemeyiz. Başta bankalarımız olmak üzere mali sektörümüz subprime krizinden etkilenmemiştir.

Düzenlemeye tabi olmayan yatırım araçları sistemdeki riski yükseltmektedir. 2008 subprime krizinden en yakın yaşanan örnektir. Ekonomik durgunluk borç alma ve verme mekanizmasına olumsuz yansırken üretim açığı kaydedilmeye başlanmıştır. Küresel bazda toparlanma ile birlikte bir noktadan sonra durgunluğun yerini canlanma alabilir. Bununla birlikte yeni yatırımlar Türkiye'ye hızlı bir şekilde girebilir. Bu sebeple riskten korunmak ve yatırım yapmak amacıyla düzenlemeye tabi çok daha fazla türev aracın sistemde yer almaya başlaması ile çok daha fazla tasarrufların sermaye piyasamıza kazanımı mümkün olabilir.

Subprime krizi ile birlikte ABD'de Lehman Brothers ve sonrasında gelen banka batıkları risk yönetimi uygulamalarının yetersiz kaldığını göstermiştir. Her türlü olasılığı içine katarak uygulanması gereken stres testlerinin de yeterince sağlıklı sonuçlar ortaya koymadığı söylenebilir. Mali sistemin güncel gelişmelere göre risk modellerini revize etmeleri ve denetimi gereklidir. Modellere dahil edilen varsayımlar gerçekçi olmalıdır. Riskin ölçülmesinde ve stres test uygulamalarında gerçeği yansıtabilecek her türlü şok etkisinin modellere dahil edilmesi daha sağlıklı öngörülerin oluşmasına yardımcı olabilir.

4.4.3 Türkiye Fon Pazarının Mevcut Durumu Ve Gelişmesinde Katkıda Bulunabilecek Yeni Açılımlar

2009 Temmuz sonu itibariyle 28 milyar TL büyüklüğündeki yatırım fon pazarımızın tamamına yakını sabit getirili enstrümanlara yönelik stratejileri baz alan tasarruf sahipleri tarafından tercih edilmektedirler. Öte yandan düşük faiz ortamı ve finansal sektörde istikrarın sağlanması ile birlikte hisse senetleri piyasamızın derinlik kazanması Türkiye'de hisse senetleri ağırlıklı yatırım fonlarına yönelik talebi artırabilir.

Anket çalışmamıza iştirak eden banka ve portföy yönetim şirketleri üst düzey yöneticileri Türkiye'deki kurulmuş yatırım fonlarının yurtdışına pazarlanamamasının

Türkiye Fon Pazarı'nın gelişimini sınırlandırdığı fikrini desteklemektedir. UCITS benzeri fonların Türkiye yatırım fonu pazarına kazandırılması halinde Türkiye sermaye piyasalarına yeni ve kalıcı sermaye bulma imkanı sağlanabilir.

Gelişmiş bir yatırım fonu pazarının mevduat hacmini geliştireceği yönünde bir beklenti olmasa da UCITS fonları benzeri yatırım araçlarının devreye girmesi ile bankaların emanetçi bankacılığı gibi yeni faaliyet alanlarının geliştirileceği fikri desteklenmektedir. Emanetçi bankalar, sakladıkları fon payları ve varlıkları günlük olarak değerlemekle, payların ihracı, geri alımı, itfası ve iptal işlemlerini de yürütmekle sorumludurlar. Söz konusu bir gelişme bankaların faaliyetlerini geliştirmelerine katkı sağlayabilir.

Anket sonuçlarına göre portföy yönetim şirketlerinin büyük bir çoğunluğunun altyapılarının UCITS Direktiflerine benzer yeni düzenleme, denetim ve risk standartlarına uyumlu olduğu belirtilmiştir. Diğer azınlık bir kısım da altyapılarının UCITS Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarına uyumlu ve hazır hale getirebileceklerini ifade etmektedir. Katılımcıların büyük bir kısmı yeni düzenleme ve denetlemelerin devreye girmesi ile birlikte 50-200 bin TL arası bir IT yatırımının gerekli olacağına ve IT yatırımının küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için büyük çaplı bir sermaye ihtiyacı yaratacağına inanmaktadırlar. Küçük ölçekli portföy şirketleri yeni düzenleme ve denetlemeye yönelik olarak altyapılarını kuvvetlendirmek için dışarıdan destek alımı yanında kendi imkanlarından faydalanmayı veya düşük bütçeli bir yazılım alarak sorunlarına çözüm bulmayı tercih edebileceklerdir.

4.4.4 Türkiye'de Serbest Fon Pazarının Etkileri Ve Etkin Bir Pazarın Gelişimine Yönelik Alınabilecek Önlemler

Serbest fonlar riskli enstrümanlara yatırım yapmakta, dinamik bir portföy yönetimi ve etkin bir risk yönetimi uygulamaktadırlar. Portföy yönetim teknikleri ve pozisyonlarına yönelik risk ölçüm sistemleri oldukça gelişmiş ve dinamik olduğundan olası gelişmeleri önceden yakalayabilmekte ve hızlı hareket ederek pozisyonlarını kapatabilmektedir. İlk kez sistemde yer aldıkları dönemlerde çekingenlikle yaklaşılsa da

riskini doğru yönetebilen büyük ölçekli çok sayıda serbest fona yönelik talepler hızla artmıştır.

SPK tarafından ilgili düzenlemeler yapılmış olsa da Türkiye’de gelişmiş bir serbest fon pazarı bulunmamaktadır. Etkin bir türev ürün pazarının olmayışına paralel olarak serbest fon pazarının da henüz faaliyet göstermemesi şaşırtıcı değildir.

Türkiye’de bankacılık sektöründen anketimize cevap veren bankacılarımız ve üst düzey portföy yönetimi şirketleri yöneticileri arasında serbest fonların sistemik riski artıracığı veya artırmayacağı yönünde kesin bir fikir birliği oluşmamıştır. Öte yandan etkin bir serbest fon pazarının Türkiye’de devreye girmesi ile bankacılık sektörünün risk profilinin artacağı görüşü ise bir miktar ağır basmaktadır. Katılımcıların tamamına yakını olası risklerine rağmen Türkiye’de serbest fon pazarının gelişmesi fikrini desteklemekteler.

Bankacılık sistemimiz serbest fonların Türkiye’de aktif rol almasına istekliler. Bankacılar serbest fonların Türkiye Fon Pazarı’na dahil olmasının özel yatırım ürünlerinin geliştirilmesine ve özel müşterilerin sayısının artmasına katkıda bulunacağına inanmaktalar. Finansal krizin ardından özel ürünlere olan talep ve gelişimin devam etmesi için çalışmaların sürdürülerek özel ürün ve özel müşteri tabanının geliştirilmesi gerektiği fikrini ortaya koymaktalar. Likiditesi olmadan geliştirilen bir serbest fon piyasasının da yeterli talep görmeyeceği fikrini hem bankacılar olsun hem de portföy yönetim şirketlerinin üst düzey yöneticileri olsun desteklemekteler. Serbest fonların Türkiye’de aktif bir pazar olması halinde bankacılık sektörünün alması gereken tedbirlerin en başında risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi gerektiği fikri ağırlık kazanırken bir kısım da serbest fonların erken itfası ve/veya iflasına yönelik erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesi gerektiğini öne sürmektedir.

Bankacılık sektörü Türkiye’de etkin bir serbest fon sektörünü desteklemekte ve yeterli talep gelecek ortamın sağlanması gerektiğini düşünmekteler. Diğer bir ifadeyle henüz gerekli piyasa şartları hazır değildir. Piyasa şartlarının imkan verdiği bir dönemde serbest fon sektörü gelişmeye açık bir yapı sergilemektedir. Rekabetin yüksek

olduğu küresel finansal piyasalardan yeni sermaye girişleri kazanmak bu şekilde mümkün olabilir. Risk yönetimi tabanının serbest fonlarla ilişkili olarak geliştirilmesi gerektiği inancı hakimdir. Buna göre BDDK gerekli düzenlemeleri yapmak ve bankalar da kararlılıkla bu yeni düzenlemeleri uygulamalıdır. Bunun için risk yönetimi modelleri yeni sisteme göre revize edilmelidir. Ayrıca bankalar serbest yatırım fonlarından gelecek olası erken itfa ve iflaslara karşı hazırlıklı olmalıdır. Anketimizde bankacılar erken uyarı sistemlerini geliştirme fikri konusunda gerekli bilinci ortaya koymuşlardır. Yeterli ve dinamik bir erken uyarı sisteminin nasıl olması gerektiği konusunda BDDK'nın gerekli çalışmaları yapmalı ve önerilerini banka yönetimleriyle paylaşmalıdır.

4.4.5 Türkiye’de Portföy Yönetim Şirketleri İle İlgili Beklentiler

Piyasalarda kalıcı bir toparlanma paralelinde portföy yönetim sektörü gelişme sergileyebilir. Anketimizden edindiğimiz fikre göre portföy yönetimi şirketlerinin gelişimi için en fazla hizmet yelpazesinin genişletilmesi gerektiği fikri ağırlık kazanmaktadır. Uzun perspektifte de olsa UCITS fonları benzeri yatırım araçlarının Türkiye sermaye piyasalarında devreye girmesi portföy yönetim şirketlerine yeni faaliyet konuları kazandırabilir. Gelişmiş bir türev ürün piyasası ve aktif bir serbest fon pazarının da portföy yönetim şirketlerinin gelişmesi konusunda katkı sağlayabilir.

Tüm bu olası gelişmelere yönelik hazırlık aşamasında portföy yönetim şirketlerinin etkin bir risk yönetimi için mevcut altyapı ve modellerini revize etmek veya gerekiyorsa dışarıdan destek almak durumunda kalabileceklerdir. Küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için nakit gereksinimi ortaya çıkarma ihtimaline karşılık sisteme ayak uydurmak ve rekabet edebilmek açısından gerekli düzenlemelerin, denetleme ve uygulamada kararlılığının ivedilikle yerine getirilmesi gerektiği söylenebilir.

SONUÇ

Küresel finansal krizin ardından ortaya çıkan yeni denge durumunu üç bölüme ayırabiliriz. Ekonomik aktiviteyi artırmak için uzun süre düşük kalacak faiz, zayıf iç talebin neden olduğu düşük enflasyon ve sonrasında enflasyonun yükselmesiyle ortaya çıkacak düşük reel getiri ortamı.

Tüm otoriteler sağlıklı bir küresel büyüme için düşük reel getiri ortamının korunması amaçlayabilirler. Finansal sektörde istikrarın sağlanması ile birlikte kalıcı bir toparlanmaya ulaşmak yeni krizleri önleyebilir veya etkisi daha hafif hissedilebilir. Böyle bir dengenin oluşması ile Türkiye’de tasarrufların dağılımında farklılaşma görebiliriz.

Söz konusu farklılaşma, Türk finansal sektöründe dominant yapısıyla liderliği koruyan Türk bankacılık sektörünün risk algılamasının yükselmesiyle birlikte yerini yavaş yavaş Türkiye Fon Pazarı’na bırakmaya ve esas işlevi olan kredi faaliyetine ağırlık vermeye itebilir. UCITS fonları gibi yeni yatırım alternatifleri bankalar açısından fazla likiditelerini değerlendirmek adına bir seçenek haline gelebilir.

Küresel Kredi Krizi’nin mali ve reel sektörde yarattığı tahribatın ardından 2009 yılının son çeyreğinde toparlanma işaretleri belirginleşmişken Türkiye ekonomisi Doğu Asya ülkeleriyle birlikte en hızlı büyüyen ülkeler arasında yer almıştır.⁹⁹ Türkiye’nin sahip olduğu sağlam bankacılık sektörü ile krizden en az etkilenen ülkelerden birisi olduğu söylenebilir. Risk iştahında artışla birlikte Türkiye’de yatırımcıların tercihlerinde farklılaşma olabileceğini ifade edebiliriz. Finansal sistemi yönlendiren bankacılık sektörünün bu farklılaşma ile birlikte ağırlığının azalıp yerini yatırım fonu sektörüne bırakabilir. Katılım payları yurtdışına pazarlanabilen UCITS benzeri fonların kurulması, türev ürün piyasasının daha derin ve serbest fonların daha etkin pazarlar olması ile birlikte Türkiye’de yatırım fon pazarının finansal sistemdeki ağırlığının artabileceği söylenebilir.

⁹⁹ TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 24 Mayıs 2010, <http://tcmb.gov.tr/>, (16 Haziran 2010).

Bu beklentiler ışığında tez çalışmamızda yatırım fon pazarı dahil finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerinde etkilerini araştıran literatür taraması yapıldı, UCITS Direktifleri, türev ürünler ve serbest fonlarla ilgili uluslararası ve Türkiye'deki düzenlemeler incelendi. Risk yönetimine yeni bir kazanım olan ve kullanımı giderek artan Benchmark VaR modeli tanıtılarak sayısal bir örnek ile uygulama bacağı gösterildi. Elde edilen bulgular aşağıda sıralanmaktadır:

- Finansal serbestleşme, yatırım fonlarının yer aldığı finansal sistemde etkinliği artırırken güçlü bankacılık sektörü, sağlıklı finansal sistem ve artan yatırımlar uzun dönemde ekonomik büyümeyi getirmektedir.
- 2009 dördüncü çeyrek itibarıyla dünyada yatırım fonlarının toplam net aktif büyüklüğü 22,9 trilyon ABD doları seviyesindedir. Amerika, toplam yatırım fon pazarının %55'ini oluştururken Avrupa bölgesi %33, geriye kalan %12'lik büyüklüğü ise Afrika, Asya ve Pasifik Bölgesi oluşturmaktadır. ABD toplam pazarın %49'una sahiptir.
- AB'de yatırım fon pazarının %74'ünü pay birimleri AB Üye Ülkeleri arasında serbestçe pazarlanabilen UCITS fonları oluşturmaktadır. UCITS fonları 2009 4. çeyrek itibarıyla 7.546 milyar ABD doları büyüklüğüne sahiptir. UCITS fonlarını yöneten yönetim şirketleri başka bir AB ülkesindeki UCITS fonlarını yönetebilmektedir. Para piyasası fonları, türev ürün fonları, endeks-takip fonları ve fonlar fonu da UCITS fonları kapsamındadır.
- UCITS Direktiflerinde risk yönetimi önemli bir yer tutmaktadır. UCITS fonlarının VaR gibi gelişmiş risk yönetimi modelleri kullanmaları ve güncelliklerinin sürekli sorgulanmaları istenmektedir.
- Türkiye'de yatırım fonları sadece yurtiçinde kurulup pazarlanabilmektedir. AB'ye üyelik çalışmaları kapsamında SPK, UCITS fonu benzeri fonların kurulabilmesine yönelik çalışmalarını sürdürmektedir. Ağırlıklı olarak AB normlarını baz alan SPK yeni oluşum ile şu gelişmeleri olası görmektedir: rekabet, hizmet kalite ve çeşitliliğinde artış; maliyetlerin düşmesi ve uzmanlaşmada artış; satış kanallarında açık mimariye yöneliş; ortalama fon büyüklüklerinin artması ve bu durumun giderleri düşürerek getirilerin

artmasını sağlaması; yabancı fon yönetim şirketlerinin Türkiye'ye yatırım yapma ve ekspertizlerini aktarma konusundaki iştahlarında artış; yurtdışındaki fon örgütlenmesine ve yapısına benzer yatırım fonlarının ortaya çıkışı ile bu fonlara yabancı yatırımcıların talep göstermesi; UCITS Direktif hükümlerine uygun olarak oluşturulacak fonların ileride UCITS pasaportu olarak tüm Avrupa'da serbestçe dağıtılabilmeleri olanağının bulunması.

- Türkiye'de 2009 yılı Eylül sonu itibariyle 703 milyar TL büyüklüğe sahip olan tasarrufların %60'ı mevduatta; %16'sı hisse senetleri; %15'i tahvil, hazine bonosu ve eurobond; %4'ü yatırım fonları ve %1'i ise emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Türkiye finansal sisteminde bankacılık sektörünün dominant yapıya sahip olduğu söylenebilir.
- 2009 sonu verilerine göre Türkiye'de yatırım fon pazarı büyüklüğünün GSYİH'ye oranı %4 seviyesindedir (29 milyar TL). Bu oran dünya yatırım fon pazarının %55'ini oluşturan ABD için %78 ve %33'ünü oluşturan Avrupa Bölgesi için %46 seviyesindedir.
- Türkiye'de serbest fonlar, koruma amaçlı fonlar ve garantili fonlar türev ürünlere yatırım yapabilen yatırım fonlarıdır. Türev ürünler, risk ve portföy yönetimi kapsamında getiri yükseltme, risk düşürme ve işlem komisyonlarını azaltma gibi önemli rollere sahiptir. Türev ürün fonları gibi belirli amaçlara yönelik yapıda kurgulanmış yatırım fonları da oluşturulabilmektedir. Türkiye'de yatırım fon pazarında koruma amaçlı fonlar hızlı bir büyüme kaydetmiş ve 2009 sonunda 468 milyon TL (yatırım fon pazarının %1,6'sı) büyüklüğüne ulaşmıştır.
- Türev ürünleri en aktif şekilde serbest fonlar kullanmaktadır. Yapılan farklı çalışmalar, farklı ülkelerdeki hukuki kurallara tabi olarak yatırım yapan serbest fonların yetkili otoritelerce ek düzenlemelere tabi tutulmasının bu fonların temel işlevselliğine fayda sağlamadığını ortaya koymaktadır. Genelde düzenlemeye tabi tutulmayan serbest fonlar kendi bünyelerinde denetim ve gözetim yapmaktadırlar. Dünyada toplam serbest fon pazarı büyüklüğü 2009 sonu itibariyle 1,6 trilyon ABD doları seviyesindedir.

Türkiye’de ise henüz emekleme aşamasında olan ve sadece nitelikli yatırımcılara satılabilen serbest fonların pazar büyüklüğünün 200 milyon TL civarında olduğu tahmin edilmektedir.

- Türev ürünlerle ilgili düzenlemeler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Almanya ve ABD’de yürürlükte olan düzenlemeler en kapsamlı iki örnektir.
- Rekabet açısından finansal kurumların performanslarının değerlendirilebilmeleri önemlidir. Performans ölçüm tekniklerinden yaygın olarak kullanılan tracking error (takip hatası) yöntemi portföy getirisi ile kıstas endeks ve/veya portföyün getirisi arasındaki farkı dikkate almaktadır. Benchmark VaR ise bir portföyün getirisinin bir kıstas veya portföye göre volatilitisini ölçer. Örnek çalışmamızda üç adet İMKB30 hissesinden oluşan bir portföyün Benchmark VaR değeri hesaplandı, modelin tutarlılığını ölçmek adına backtesting yapıldı ve tutarlı sonuç alındı. Portföy yönetiminde portföye kıstas niteliğine sahip portföylerin ve/veya endekslerin varlığına dayanarak maruz kalınan riskin ölçülmesinde daha sağlıklı sonuçlar çıkardığı söylenebilir.

Banka ve portföy yönetim şirketlerine yönelik yapılan anket çalışmalarımızda elde ettiğimiz sonuçları birleştirdiğimizde şu noktalar öne çıkmaktadır:

- Yatırım fon pazarında gelişme paralelinde mevduat hacminde doğrusal bir değişim beklenmeyebilir.
- UCITS benzeri fonların kurulması Türkiye Yatırım Fon Pazarının gelişimine katkıda bulunabilir. UCITS benzeri fonlar ve serbest yatırım fonlarının Türkiye Yatırım Fon Pazarına dahil olması ile özel yatırım ürünleri gelişebilir, özel müşteri sayısı artabilir ve bankacılık sektörünün faaliyet alanları genişleyebilir.
- Gelişmiş bir serbest yatırım fon pazarı sistemik risk üzerinde tehlike oluşturmayabilir fakat bankacılık sektörünün risk profilini artırabilir.
- Olası risklerine rağmen serbest yatırım fon pazarının gelişimi desteklenirken düşük likiditeye sahip pazar yeterli talep görmeyebilir.

- Bankacılık sektörü aktif serbest yatırım fon pazarına yönelik olarak risk yönetimi uygulamalarını geliştirmeli, erken itfa ve/veya iflasa yönelik erken uyarı sistemleri oluşturmaları.
- Türev ürün piyasası daha çok gelişmiş olsaydı subprime (eşikaltı) krizinden daha çok etkilenileceği fikri desteklenmektedir.
- Türev ürünler her iki sektörde riskleri hedge etmek ve yatırım yapmak amacıyla kullanılmaktadır.
- Günlük limit kontrolünde Benchmark VaR yöntemi tercih edilmektedir.
- Portföy yönetimi şirketlerinin gelişmesi için hizmet yelpazesi genişletilmelidir.
- Çoğu portföy yönetim şirketinin altyapısı UCITS III Direktiflerinin gerektirdiği risk standartlarına uyumlu olduğu belirtilmektedir.
- UCITS Direktiflerine uyumlu yeni düzenleme ve denetlemelerin devreye girmesi ile 50-200 bin TL arasında IT yatırımı gerekebilir fakat küçük ölçekli portföy yönetim şirketleri için büyük sermaye ihtiyacı yaratabilir.
- Küçük ölçekli portföy şirketleri altyapılarını kuvvetlendirmek için dışarıdan destek alımını, kendi imkanlarından faydalanmayı veya düşük bütçeli bir yazılım almayı tercih edebilirler.

Tez çalışmamız ışığında elde edilen bulgular ve elde ettiğimiz anket sonuçları UCITS fonları, türev ürünler ve serbest fonlarla ilgili olarak Türkiye’de bankacılık kesimine yönelik bazı politika önermeleri geliştirmemizde yardımcı olmaktadır. Önermeler şu şekilde sıralanabilir:

- Türkiye’de UCITS benzeri fonların kurulabilmesi ile birlikte Türkiye fon pazarı da sınır ötesine taşınma olanağına kavuşabilir. Türkiye’de tasarrufların %60’ı banka mevduatlarında değerlendirilmektedir. Yatırım fonlarının sınır ötesine pazarlanabilmesi yatırım fonu müşteri tabanını genişletebilir. Türk portföy yönetim şirketlerinin AB’deki UCITS fonlarını, AB’de faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin Türkiye’deki UCITS benzeri fonları yönetebilme imkanı Türk fon pazarında rekabetin artmasında

etkili olabilir. Emanetçi bankacılık faaliyetlerinin başlaması ile birlikte Türk bankacılık sektörü faaliyet alanları genişleyebilir.

- Türkiye’de yatırım fonlarının tamamına yakınına sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan B-tipi fonlar oluştururken dünyada para piyasası ve tahvil fonlarının ağırlığı %55 ve hisse senedi ve değişken fonların ağırlığı ise %45 civarındadır (1Ç09). Düşük faiz ortamı ve ekonomide kalıcı toparlanmayla birlikte risk iştahında artış olabilir. Türkiye Fon Pazarında tercihlerin daha riskli fakat yüksek getiri sunma potansiyeli olan fonlara kayışı getirebilir. Bu noktada hareketin koruma amaçlı fonlarla başlayıp, artan hisse senedi hacmi ve gelişen türev ürün pazarıyla birlikte A-tipi fonlara kayabilir. Bankacılık sektörünün finansal sistemdeki mevcut dominant yapısı düşük reel getiri ortamında yavaş yavaş ağırlığını azaltabilir, tasarruflar daha yüksek getirili yatırım araçlarına kayabilir ve Türkiye Fon Pazarının finansal sistemdeki ağırlığı artabilir.
- Halen yaşanmakta olan Kredi Krizi’nin olumsuz etkileri finansal piyasalarda ağırlığını azaltmaya başladığı söylenebilir. Kredi piyasasında canlanma ile birlikte Türkiye finansal sisteminde hareketlenme görülebilir. Düşük faiz ortamı ve artan risk iştahı ile birlikte türev ürün piyasasında hareketlilik hızlanabilir. Hisse senetlerine dayalı opsiyonların türev ürün piyasasında alınıp satılmasına başlanması ile birlikte başta koruma amaçlı fonlar olmak üzere Türkiye fon pazarında büyüme kaydedilmesi muhtemeldir. Ayrıca sadece türev ürünlere yatırım yapan türev ürün fonların Türkiye Fon Pazarı’na dahil olması VOB’un derinleşmesine katkıda bulunabilir.
- Türkiye’de yeni dönemde (getirilerin düşük seyrettiği yeni dünyada) bankalar reel sektöre yönelebilir ve kredi hacminde artış kaydedilebilir. Bankacılık sektörü kredi portföylerini iyi yönetebilmek ve risklerini azaltabilmek adına kredi türev ürünleri geliştirebilir. Türkiye fon pazarındaki büyüme ile birlikte serbest fonlar gibi risk algılaması yüksek yatırım fonları ve nitelikli müşteri tabanı bankaların yapılandırdıkları kredi türev ürünlerini pazarlayabilecekleri potansiyel müşteriler olabilirler. Kredi türev ürünlerinin

likit bir piyasa olabilmesi adına SPK'nın kredi türevleri ile ilgili kapsamlı bir düzenleme yapması faydalı olabilir.

- Düşük faiz ortamı ve türev ürün piyasasında hareketlenme ile birlikte serbest fonlar Türkiye'de daha aktif bir pazar olabilir. Bankaların da kredi hacimlerinde büyüme ile birlikte başta kredi türevleri olmak üzere yapılandırılmış ürünler geliştirmeleri ve bunların likit bir pazar oluşturabilmeleri sonucunda serbest fonların yatırım yapabilecekleri ürün seçenekleri de artabilir. Bu da bankaların özel müşteri tabanını genişletebilir.
- Bankacılık sektöründe ileri risk yönetimi uygulamalarının yer alması daha sağlıklı ölçümlerin yapılmasında önemli olduğu söylenebilir. R-VaR gibi sağlıklı öngörüler sunan yeni tekniklerin kullanılabilmesine yönelik altyapının oluşturulması ve kurallarının belirlenmesi faydalı olabilir. Yeni tekniklerin takibi ve sisteme uyarlanabilirliği konusunda bankaların altyapılarını kuvvetlendirmeli sağlıklı faaliyetlerin sürdürülmesinde yardımcı olabilir. Serbest fonlar gibi özel müşteri tabanının genişlemesi ve kredi türevleri gibi özel ve yapılandırılmış ürünlerin banka portföylerinde yer alması risk yönetimi uygulamalarında çok daha kapsamlı bir altyapının sağlanması gerektiğini ön plana çıkarttığı söylenebilir.
- Finansal sisteme yönelik gelişmelerin takibi banka ve banka dışı mali sektörde daha bilinçli bir işgücünün varlığını ortaya koyabilir. Olası gelişmelere yönelik gerekli tedbirlerin alınmasında daha hızlı hareket etme imkanı elde edilebilir.

EKLER

EK 1: UCITS III YÖNETİM DİREKTİFİ HÜKÜMLERİ

UCITS III Yönetim Direktifinde yer alan hükümler aşağıda özetlenmektedir¹⁰⁰:

Yönetim şirketleri, üye ülkenin yetkili otoritesi tarafından bağımsız olarak yetkilendirilir ve bu yetkilendirme diğer bütün üye ülkelerde geçerlidir.

Yönetim şirketlerinin asıl faaliyet alanı kolektif portföy yönetimidir. Bu ve buna ek olarak yönetim şirketlerinin faaliyetleri kapsamında

- kolektif portföy yönetim hizmetleri,
- isteğe bağlı olarak müşteri bazında yatırımcılar tarafından verilen vekaletlere uygun bireysel portföy yönetim hizmetleri,
- yatırım tavsiyesi verme,
- koruma ve idare hizmetler

yer almaktadır.

Yönetim şirketlerinin başlangıç sermayeleri 125,000 Euro'dur. Yönetilen portföyün değeri 250,000,000 Euro'yu aştığı takdirde yönetim şirketinin 250,000,000 Euro'yu aşan miktarının %0.02'sini üst sınır 10,000,000 Euro olması kaydıyla özkaynaklarından sağlanmalıdır. Söz konusu tutar için yönetim şirketinin eşit yatırımcı koruma kanunu gereği bir üye ülke veya üye olmayan ülkede merkez ofisi olan bir kredi kuruluşundan veya sigorta girişiminden garantisi varsa, üye ülke o yönetim şirketini ek özkaynak şartının %50'sine kadar olan kısım için muaf tutabilir.

Yönetim şirketinin idari kararları, yetkili otorite tarafından gerekli itibara ve tecrübeye sahip olduğu düşünülen en az iki kişi tarafından alınmalıdır. Bu kişiler ve bunların yerine geçeceklerin isimleri yetkili otoriteye bildirilmelidir.

Yönetim şirketinin genel merkezi aynı üye ülkede yerleşik olmalıdır.

¹⁰⁰ Directive 2001/107/EC, Official Journal of the European Communities, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:041:0020:0034:EN:PDF>.

Yetkili otorite yetkilendirdiği yönetim şirketlerini etkin bir şekilde denetlemelidir. Yönetim şirketiyle yakın ilişkisi olan bir üçüncü partinin veya üçüncü partinin konuşlandığı üye olmayan bir ülkede yönetim şirketinin mevzuatı, yönetim şirketinin etkin denetimini engelleyeceğine inandığı takdirde yetkili otorite yetki vermeyebilir. Yönetim şirketi kendisine tanınan yetkilerden 12 ay boyunca faydalanmaz veya izin şartları ihlal edilirse yetki iptal edilebilir.

Yetkili otorite, yönetim şirketine yetki vermeden önce, yönetim şirketinin hissedarlarının ve yönetim kurulu üyelerinin kimlik bilgileri konusunda bilgilendirilmelidir. Sağlam ve basiretli bir yönetim ihtiyacını göz önünde bulundurarak bir yetkili otorite ancak yönetim şirketinin hissedarlarının/üyelerinin uygun olduklarına ikna olduğu takdirde yönetim şirketini yetkilendirmektedir.

Direktif hükümlerine göre yetkili otoriteler, diğer üye ülkede yetkilendirilmiş başka bir yönetim şirketinin, yatırım şirketinin, kredi kuruluşunun veya sigorta girişiminin iştiraki olan bir yönetim şirketini yetkilendirmeden önce diğer üye ülkelerin yetkili otoritelerine danışmak zorundadır.

Yönetim şirketleri yetkilendirildikleri andan itibaren kendilerine tayin edilmiş olan özkaynaklarının seviyesini daima korumak zorundadırlar.

Yönetim şirketinin basiretli denetimi -yönetim şirketi diğer başka bir üye ülkede şube açmış veya hizmet sunuyor olsun veya olmasın- ev sahibi üye ülkenin yetkili otoritesinin sorumluluğunda olmaktadır.

Yetkili otorite, yatırımcının maruz kalacağı riskleri minimize etmek için gerekli yönetim ve muhasebe uygulamaları ve sistemleri dahil olmak üzere yönetim şirketlerinin denetimine ilişkin bütün kuralları koymakla sorumludur.

Yönetim şirketi yatırımcıların refahını göz ardı etmeden, üçüncü partilere belli bazı faaliyetleri devredebilir. Yetkili otoritenin devir konusunda bilgilendirilmelidir. Yönetim şirketi sorumluluklarını üçüncü tarafa devretmiş olmamakta ayrıca sözkonusu faaliyetler üzerinde etkili bir kontrol sistemi geliştirmelidir.

Yetkilendirilen yönetim şirketleri, diğer Üye Ülkelerde sürdürülmesine izin verilmiş olan faaliyetlerle ilgili tüm hizmetleri sunabilmektedirler. Söz konusu yetkilere sahip olan yönetim şirketi diğer Üye Ülkelerde faaliyetlerini rahatlıkla sürdürebilmekte ve bu ülkeler sözkonusu yönetim şirketinden ek yetkilendirme gerekliliklerine dair herhangi bir talepte bulunamamaktadırlar.

Ev sahibi Üye Ülke olarak tanımlanan başka bir Üye Ülkede şube açmak isteyen bir yönetim şirketi kendi Üye Ülkesindeki yetkili otoriteyi aşağıdaki hususlarda bilgilendirmelidir:

- Şube açmak istenen Üye Ülke,
- Sunulacak hizmetler ve yürütülecek faaliyetler,
- Ev sahibi Üye Ülkede yazışma yapılacak adres,
- Şube yönetiminden sorumlu personelin isimleri.

Yetkili otorite, şubenin yönetsel ve finansal yapısının yeterliliği konusunda herhangi bir şüphesi olmadıkça, yukarıdaki bilgilerin edinilmesinden sonraki üç ay içinde yönetim şirketinin amaç ve hedefleri konusunda ev sahibi Üye Ülkeyi bilgilendirmelidir. Yetkili otorite, ev sahibi Üye Ülke ile bu iletişimini yönetim şirketine doğrulamalıdır.

Yetkili otorite tarafından gerekli bilgilerin ev sahibi Üye Ülkenin yetkili otoritesine sunulmasının ardından iki ay içerisinde ev sahibi yetkili otoritesi yönetim şirketini şubenin tabi olacağı yönetsel şartlar konusunda bilgilendirmelidir. Bu bilgilendirmenin ardından veya bu iki aylık sürenin dolmasının ardından yönetim şirketi ev sahibi Üye Ülkede yer alan şubesinde faaliyet göstermeye başlayabilir.

Yönetim şirketi şubesinin çalışması ile ilgili herhangi bir değişiklik olması durumunda bu değişikliği yerine getirmeden bir ay öncesinde hem kendi ülkesindeki hem de ev sahibi Üye Ülkedeki yetkili otoriteleri söz konusu değişiklik konusunda bilgilendirmelidir.

Ev sahibi Üye Ülkede hizmet edinim özgürlüğü altında iş yapmak isteyen bir yönetim şirketi kendi ülkesindeki yetkili otoriteyi aşağıdaki hususlarda bilgilendirmelidir:

- Şubenin kurulacağı Üye Ülke,
- Sunulacak hizmetler.

Kendi ülkesindeki yetkili otorite, bir ay içinde bu bilgilerle birlikte yatırımcı ücret planı detaylarını ev sahibi Üye Ülkenin yetkili otoritesine bildirecektir. Bir ay sonra, yönetim şirketi ev sahibi Üye Ülkede faaliyetlerine başlayabilir. Ev sahibi yetkili otoritesi, yönetim kurallarıyla birlikte ev sahibi Üye Ülkedeki portföy yönetim koşul ve şartlarını yönetim şirketine bildirecektir.

Yönetim şirketi şubesinin yürüttüğü iş ile ilgili olarak yapacağı değişiklikler konusunda bu değişiklikleri uygulamaya başlatmadan bir ay öncesinde kendi ülkesindeki ve ev sahibi Üye Ülkede yer alan yetkili otoriteleri bilgilendirmelidir.

Ev sahibi Üye Ülkeler, yönetim şirketlerinin şubelerinden istatistiksel ve gözetim amaçları paralelinde ulusal yönetim şirketlerinden faaliyetleriyle ilgili istenenlere benzer bilgileri temin etmek isteyebilirler.

Ev sahibi Üye ülkeler, sınırları içinde faaliyet gösteren yönetim şirketlerinden, gözetim konusunda belirlenmiş standartları sağlayıp sağlamadıklarını saptayabilmek amacıyla gerekli bilgileri isteyebilirler.

Yönetim şirketi, ev sahibi Üye Ülkede yasal veya düzenleyici şartlara ilişkin ihlallerde bulunursa ve bu ihlalin düzeltilmesine ilişkin önlem almazsa, ev sahibi yetkili otorite yönetim şirketinin ülkesindeki yetkili otoriteyi bu hususta bilgilendirmelidir. Ana yetkili otorite, durumun düzeltilmesine ilişkin yapılan aksiyonlar konusunda ev sahibi yetkili otoriteyi bilgilendirmelidir. Şubenin ev sahibi Üye Ülke tarafından ortaya konan gerekli aksiyonları yerine getirmediği takdirde ev sahibi yetkili otoritesi o şubeyi cezalandırabilir ve yönetim şirketinin ev sahibi Üye Ülkede daha fazla işlem yapmasını engelleyebilir. Bütün cezalar ve bu cezalar için öne sürülen gerekçeler yönetim şirketine iletilmek zorundadır.

Bir yönetim şirketini yetkilendirmeyi tercih etmeyen bir yatırım şirketinin başlangıç sermayesi en az 300,000 Euro olmalıdır.

Bir yatırım şirketinin yetkilendirilebilmesi için gereken şartlar aşağıda sıralanmaktadır:

- Yetkilendirme ile ilgili başvuru, şirketin organizasyonel yapısını gösteren faaliyet programını içermelidir.
- Şirket yöneticileri yatırım şirketini yönetmek konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmalıdırlar.
- Şirket yöneticilerinin ve bunların yerine geçeceklerin isimleri yetkili otoriteye bildirilmelidir.
- Yönetim şirketinin faaliyetlerinin sürdürülmesine ilişkin olarak yukarıdaki şartları sağlayan en az iki kişi yönetimde yer almalıdır.
- Yatırım şirketi ile herhangi üçüncü bir parti arasında sıkı bir ilişki mevcut ise bu ilişki yetkili otoritenin yönetsel fonksiyonlarını etkili bir şekilde yerine getirmesinde engel yaratmamalıdır.

Yatırım şirketleri sadece kendi sahip oldukları portföyün varlıklarının yönetilmesi konusunda yetkilendirilmektedirler. Yatırım şirketleri üçüncü bir parti adına varlıkların yönetilmesi konusunda yetkilendirilemez.

Yönetim şirketlerini yetkilendirmeyen yatırım şirketleri için gerekli kurallar Üye Ülkeler tarafından ortaya konulmaktadır. Üye Ülke ayrıca yatırım şirketlerinden sağlıklı yönetsel ve muhasebe uygulamalarına sahip olmalarını talep edeceklerdir.

Ev sahibi Üye Ülkede birimlerini pazarlayan bir UCITS fonu o ülkede reklam dahil olmak üzere yürürlükte olan kanunlara, düzenlemelere ve yönetsel şartlara bağlı kalmak zorundadır.

UCITS fonları ev sahibi Üye Ülkedeki birim sahiplerine ödeme yapılması, geri alım ve birimlerin itfası ve UCITS fonlarının yerine getirmeye zorunlu olduğu tüm bilgi şartı için mevcut uygulamaların varlığı konusunda garanti vermek zorundadır.

Birimlerini ev sahibi Üye Ülkede pazarlamak isteyen bir UCITS fonu ev sahibi yetkili otoritesini aşağıdaki hususlarda bilgilendirmelidir:

- UCITS fonunun Yönetim Direktifinde ortaya konan şartları yerine getirdiğine dair ana yetkili otorite tarafından edinilecek bir kanıt,
- Fon kuralları veya birleşme araçları,
- Tam ve basitleştirilmiş tanıtıcı doküman,
- En son yıla ait rapor ve herhangi bir sonraki yarı-yıla ait rapor,
- Ev sahibi Üye Ülkede birimlerin pazarlanması için yapılan hazırlıkların detayları.

Birimlerini ev sahibi Üye Ülkede pazarlamak isteyen UCITS fonu, ev sahibi Üye Ülkedeki yetkili otoriteyi yukarıdaki hususlarda bilgilendirmesinden iki ay sonra birimleri ev sahibi Üye Ülkede pazarlayabilmektedir. Fakat ev sahibi yetkili otoritesi herhangi bir engel gördüğü takdirde birimlerin pazarlanmasına izin vermeyebilir.

UCITS fonu ev sahibi Üye Ülkede tam ve basitleştirilmiş tanıtıcı doküman ile yıllık ve yarı-yıl raporlarını ev sahibi Üye Ülkenin resmi diline göre veya ev sahibi Üye Ülkenin onayladığı bir dile göre yayınlamak zorundadır.

UCITS fonu bir ev sahibi Üye Ülkede pazarlama yaparken ‘yatırım şirketi’ veya ‘yatırım fonu’ gibi genel bir isim kullanmak zorundadır.

Üye Ülkeler yönetim şirketlerini diğer yatırım şirketlerinin kayıtlı menkul kıymetlerini temsil eden taşıyıcı sertifikaları ihraç etmek konusunda yetkilendirebilirler.

EK 2: UCITS III ÜRÜN DİREKTİFİ VE FON DÜZENLEMELERİ

UCITS III Ürün Direktifinde yer alan hükümler aşağıda özetlenmektedir¹⁰¹:

Yatırım fonu yönetim şirketinin merkez ofisi ve UCITS fonunun genel merkezi yine aynı üye ülke sınırları içinde kurulmak zorundadır.

Bir UCITS fonu bir üye ülke tarafından yetkilendirildiği takdirde bu yetki diğer bütün üye ülkelerde geçerlidir. Üye ülkeler UCITS fonu birimlerinin pazarlanmasına yönelik yasak getirebilir.

Yatırım fonu ve yatırım şirketlerinin taşıdıkları varlıklar emanetçi şirket tarafından saklanmak zorundadır. Emanetçi şirket, yatırım fonu birimlerinin geri satın alınması, itfası ve iptalini sağlamaktan sorumludur.

Emanetçi şirketler ayda iki kez kamu denetimine tabi tutulmalıdırlar. Faaliyetlerini etkin ve etkili bir şekilde yürütebilmek için emanetçi şirket, yeterli finansal güce ve konusunda bilgili bir personel yapısına sahip olmalıdır.

Emanetçi şirket, saklayıcının yükümlülüklerini yerine getirirken başarısızlık göstermesi veya yetersiz performans sergilemesinden kaynaklanan zararlar sebebiyle yönetim/yatırım şirketi ve hisseleri elinde bulunduranlara karşı sorumludur.

Tek bir şirket aynı anda hem yönetim şirketi hem de emanetçi şirket olarak hareket edemez. Emanetçi, UCITS fonlarının diğer birimlerine karşı bağımsız olmalı ve yalnızca hisseleri elinde bulunduranların çıkarına uygun hareket etmelidir.

Belli hisse değişimi yolu ile menkul kıymetlerinin %80-%100'ünü alıp satan yatırım şirketlerinin emanetçi şirket edinmesine gerek görülmeyebilir.

Bir UCITS fonu portföyünün %90'ı aşağıdaki varlıklardan oluşabilmektedir:

¹⁰¹ Directive 2001/108/EC, Official Journal of the European Communities, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:041:0035:0035:EN:PDF>

- organize bir piyasada veya üye ülkenin veya başka diğer bir üye ülkenin resmi borsasında veya yetkili otorite tarafından onaylanan resmi bir borsada işlem gören transfer edilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçları,
- Direktif hükümlerine göre yetkilendirilmiş UCITS fon birimleri ve/veya diğer onaylanmış olan yapılandırılmış kolektif yatırım birimleri,
- talep olduğunda geri ödenebilen veya çekilme hakkına sahip 12 aydan kısa vadeli kredi kurumlarının mevduatları,
- finansal türev ürünler,
- organize bir piyasada işlem görmeyen ehliyetli para piyasası araçları.

UCITS fonu varlıklarının en fazla %10 kadarını yukarıda sayılanlar dışında başka transfer edilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedirler. Yatırım şirketi, işin takibi için gerekli, taşınır ve taşınmaz mal edinebilir.

UCITS fonu etkin bir risk yönetimi süreci uygulamalıdır. Yatırım politikasının bir parçası olarak ve etkin portföy yönetimi uygulayabilmek amacıyla finansal türev araçlar kullanılabilir.

UCITS fonu varlıklarının en fazla %5'ini tek bir ihraççının varlıklarına yatırım yapabilir. Uygun görüldüğü takdirde üye ülke bu sınırı %10'a kadar çıkartabilir.

UCITS fonu varlıklarının en fazla %20'sini aynı kredi kurumunun mevduatlarına yatırabilir.

UCITS fonu varlıklarının %5'ini aşan menkul kıymetlerinin toplam değeri, UCITS fonu varlıklarının toplam değerinin %40'ını aşamaz.

Menkul kıymetlerin üye ülke, yerel otorite, üye olmayan bir ülke veya bir veya birden fazla üye ülkenin dahil olduğu kamusal uluslararası birimlerce ihraç edilmesi veya garanti edilmesi durumunda sözkonusu %5 sınırı %35'e kadar çıkartılabilir.

Tahvillerin, üye ülkede merkez ofisi bulunan ve birim-sahiplerini korumak amacıyla kamu denetimine tabi olan kredi kuruluşlarınca ihraç edilmesi durumunda sözkonusu %5 sınırı %25'e çıkartılabilir.

Devlet birimlerince veya bir UCITS fonunun %5'ten fazla yatırım yaptığı ve denetlemeye tabi tutulan kredi kuruluşlarınca ihraç edilen tahvillere yapılacak toplam yatırım miktarı UCITS fon varlıklarının toplam değerini aşamaz.

UCITS fonu, bir tezgah üstü piyasada türev ürün işlemi yaptığı takdirde sahip olacağı karşı taraf riski:

- eğer karşı taraf onaylanmış bir kredi kuruluşu ise varlıklarının %10'unu,
- diğer durumda ise varlıklarının %5'ini aşamaz.

Normal sınırlar uygulandığı zaman, tek bir ihraççı söz konusu olduğunda, tezgah üstü piyasa türev işlemi ile edinilen risklerin, birleşik yatırımların ve mevduatların toplam sınırı %20'yi aşamaz. Devlet ve onaylanmış kredi kuruluşları tarafından ihraç edilen tahvillerin üst sınırı, karşı bünyenin riski UCITS fonu değerinin %35'ini aşması adına diğer sınırlarla birleştirilemez.

Tek bir ihraççıya yapılabilecek yatırım sınırlaması %20'ye kadar yükseltilebilir. Bu istisnai durumdan yararlanabilmek için gerekli koşul UCITS fonunun yatırım politikasının Üye Ülke tarafından genel kabul görmüş belli bir hisse senedi veya borçlanma senedi borsasında işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapmak olmalıdır.

Olağanüstü piyasa şartlarında özellikle belli menkul kıymetler veya para piyasası araçları piyasalarda egemen durumda olduğunda tek bir ihraççıya yapılabilecek yatırım sınırı %35'e kadar yükseltilebilir. Likit olan yatırım araçları için bu istisna geçerlidir.

Tek bir ihraççıya yapılabilecek yatırım miktarı %100 sınırına kadar artırılabilir. Bunun için gerekli koşullar: birim-sahiplerinin Direktif'te yer alan sınırları kabul etmeli ve eşit bir şekilde yatırımcı korumasına sahip olmaları ve bu menkul kıymetlerin üye ülkeler, yerel otoriteleri, üye olmayan ülkeler ve bir veya birden fazla üye ülkenin dahil

olduğu kamusal uluslararası organizasyonlar tarafından ihraç veya garanti edilmesi. Ancak bu koşullar altında bir Üye Ülke UCITS fonunun varlıklarının %100'ünü bu yatırım araçlarına yatırım yapması için yetki verebilmektedir.

UCITS fonu en az 6 farklı ihraççının menkul kıymetlerine yatırım yapabilmekte ve bunlardan bir tanesine yapılan yatırım toplam varlıkların %30'unu aşmamaktadır.

UCITS fonu, varlıklarının en çok %100'üne kadar diğer UCITS fonları veya kolektif yatırım girişimleri birimlerine yatırım yapabilir.

UCITS fonu varlıklarının %10'undan fazlasını tek bir UCITS fonuna yatıramaz. Bu sınır üye ülkeler tarafından %20'ye kadar çıkartılabilir. Toplamda bir UCITS fonu varlıklarının en fazla %30'unu UCITS fonlarının haricinde başka kolektif yatırım girişimlerinin birimlerine yatırım yapabilir.

UCITS fonu varlıklarının önemli bir kısmını başka bir UCITS fonu veya kolektif yatırım girişimi birimlerine yatırım yaptığı takdirde tanıtıcı dokümanda bu konuyla ilgili bildirimde bulunmalıdır.

UCITS fonu başka bir UCITS fonu veya kolektif yatırım girişiminin birimlerine yatırım yapmışsa ve bunların yönetim şirketine doğrudan veya dolaylı olarak birlikte sahip ise söz konusu yönetim şirketi, UCITS fonları veya kolektif yatırım girişimlerinin birimlerine yatırımları sebebiyle UCITS fonundan üyelik veya itfa ücreti talep edemez.

UCITS fonu, birimlerine yatırım yaptığı bir ihraççı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmasını sağlayacak paylarına sahip olamaz. UCITS fonu, tek bir ihraççının oy hakkı olmayan hisselerine %10'dan, tek bir ihraççının tahvillerine %10'dan, tek bir ihraççının para piyasası araçlarına %10'dan veya başka bir UCITS fonu veya kolektif yatırım girişimine %25'ten fazla sahip olamaz. Yatırım yapılacak olan menkul kıymetler üye ülkede devlet tarafından teminat altına alınmış veya ihraç edilmişse yukarıdaki bu sınırlar uygulanmamaktadır. UCITS fonu üye olmayan bir ülkede o

ülkenin hükümeti tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerine yatırım yaptığı takdirde yine bu sınırlar uygulanmaz.

Üye ülke bir UCITS fonunu varlıklarının %10'una kadar borçlanmaya yetkili kılabilir. Doğrudan faaliyetlerin sürdürülebilmesi adına taşınmaz mal elde edinimi gerekiyorsa sınır %25'e çıkartılabilir.

UCITS fonu kredi kullanmak yoluyla yabancı para da edinebilmektedir.

UCITS fonları kredi veremez ve bir garantör gibi hareket edemezler.

EK 3: UCITS DİREKTİF HÜKÜMLERİNİN BASEL STANDARTLARIYLA BENZERLİĞİ

Finansal piyasalarda 2003 yılı ortalarından itibaren artan risk iştahı ve işlem hacmi ile birlikte likidite artmaya başlamıştır.¹⁰² Finansal varlıkların alım-satım fiyatlarında/oranlarında daralma meydana gelirken yatırımcıların alım satımlardan elde ettikleri kar marjları da azalmıştır. Bu süreç hem karlılıklarını artırmak hem de müşteri tabanını genişletmek için banka ve finansal şirketleri karmaşık yapıda ve düzenlemeye tabi tutulmayan risk kategorileri yüksek finansal enstrümanlar geliştirmeye yöneltmiştir. Özellikle kredi türev ürünlerindeki artış dikkate alındığında 2003-2006 döneminde CDS pazarı (credit default swaps- kredi ödememe takasları) 10 kat büyüyerek 30 trilyon ABD doları seviyesine yükselmiştir. Özellikle ABD’de yatırımcıların daha yüksek getiri arayışları sebebiyle borçlanarak daha fazla türev ürün yüklenimi taşıma istekleri artmıştır. Bu gelişme ABD’deki düzenlemelerin yetersiz olması nedeni ile hızlanmıştır.¹⁰³ Dolayısı ile finansal sektörün taşıdığı risk miktarı giderek artmıştır. Risk iştahının azalması beraberinde finansal piyasalarda şiddetli dalgalanmaları getirirken bilanço dışı faaliyetlerle birlikte risk yönetiminin göz ardı edilmesi finansal sistemde bozulmayı beraberinde getirmiştir.

Bankacılık sektörünün sahip olduğu riskleri daha iyi yönetebilmek ve yeterli sermaye ihtiyacını belirli bir seviyede tutabilmek adına Haziran 2004’te yeni Basel II standartları oluşturulmuştur. Basel II ile kredi riski, likidite riski ve karşı taraf riskinin daha sağlıklı ve gerçekçi temellere dayanarak yönetilmesi, hesaplanması ve denetlenmesi gerektiği ortaya çıkmıştır. Basel II Sermaye Uzlaşması ile çok daha iyileştirilmiş risk yönetim teknikleri kullanılmaya başlanmıştır.

UCITS III Direktiflerinin 2001 yılında yürürlüğe girmesinin ardından UCITS fonlarının artan bir hızda finansal piyasalarda yerini alması bu döneme rastlamıştır. 2004 Ocak ayında yürürlüğe giren Basel II ile sermaye yeterliliği hesabında UCITS fonları teminat olarak gösterilen yatırım araçları arasında yer almıştır. Türkiye’de

¹⁰² ECB, Financial Stability Review, Haziran 2007, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200706en.pdf> s.10.

¹⁰³ ECB, Financial Stability Review, Haziran 2007, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200706en.pdf> s.12.

UCITS III kriterlerine uygun fonların kurulması ile birlikte Türk bankalarının bu yatırım araçlarını ne şekilde teminat olarak kullanabileceklerini BDDK düzenlemeleri ile göreceğiz.

Basel II ile bankacılık sisteminde oluşturulmaya çalışan sağlıklı ve etkin risk yönetimi uygulamaları UCITS III Direktifleri ile UCITS fonlarına ve bunları yöneten yönetim şirketlerine de örnek oluşturmuştur. UCITS III Direktifleri ile yönetici şirketlerin sermaye yeterliliklerini hesaplamaları istenmiş fakat uygulanacak yöntemin güncel olması şartıyla şirketleri serbest bırakmıştır. Yukarıda dikkat çekilen risk yönetimi unsurlarının UCITS III Direktiflerinde yer aldığı görülmektedir. Finansal piyasaların hızlı gelişimi, finansal piyasalarda yaşanan çalkantılar ve mevcut düzenlemelerin yetersiz kalması gibi sebepler AB Komisyonu'nu Direktif hükümlerinde değişiklikler ve eklemeler yapma konusunda esnek hareket etmiştir.

Finansal piyasaların sağlıklı bir şekilde çalışmasını sağlamak için düzenleyici ve denetleyici otoriteler piyasa şartlarına ve ihtiyaçlarına uygun adımlar atmaktadırlar. UCITS III Direktifleri ve Basel II Standartları geliştirdikleri düzenleme ve standartları ile risk yönetiminin önemini ortaya koymaktadırlar. Riskin doğru bir şekilde tanınması, yönetimi, hesaplanması, denetimi ve sermaye ihtiyacının belirlenmesi konularında etkin, güncellikleri sürekli sorgulanan yöntemlerin kullanılması gerekliliğine işaret etmektedirler.

EK 4: SERBEST YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ ULUSLARARASI DÜZENLEMELER

Dünyada serbest fonların düzenlemeleriyle ilgili farklı uygulamalar yer almaktadır. Örneğin ABD’de serbest yatırım fonlarına yatırım yapacak yatırımcıların minimum 1 milyon ABD dolarına sahip olmaları istenirken Avustralya’da söz konusu rakam 2,5 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir. Avustralya kanunları bu nitelikte yatırımcılara hizmet sunan serbest fonları herhangi bir düzenlemeye tabi tutmamaktadır.¹⁰⁴

AB Üye Ülkeleri arasında serbest fonlara yönelik olarak birbirinden bağımsız farklı düzenlemeler yer almaktadır. Bazıları fonun kendisini düzenlemeye giderken bazıları sadece serbest fon yöneticisine yönelik düzenlemeler yapmaktadırlar. Örneğin İngiltere’de FSA sadece serbest fon yöneticisini düzenlemektedir¹⁰⁵ ve yatırımcıların korunmasına yönelik ilgili hükümlere göre serbest fonların katılma paylarının bireysel yatırımcılara satışı yasaktır.¹⁰⁶ Diğer yandan Almanya¹⁰⁷, Fransa, İrlanda¹⁰⁸ ve İtalya’da¹⁰⁹ böyle bir sınırlama yürürlükte değildir.

Örneğin Almanya’da 1 Ocak 2004 yılında serbest fonlarla ilgili yürürlüğe giren bir yasa ile serbest fonlar yatırım kararlarında özgürdürler ve kaldıraç ve açığa satış imkânlarından sınırsızca faydalanabilmektedirler.¹¹⁰ Serbest fonlar sadece profesyonel yatırımcılara veya sınırlı sayıdaki yatırımcıya blok satış yoluyla dağıtılabilir. Ayrıca sadece lisans sahibi kredi kurumları veya finansal hizmet veren kuruluşlar

¹⁰⁴ Viet Do, Robert Faff ve J. Wickramanayake, “An Empirical Analysis Of Hedge Fund Performance: The Case Of Australian Hedge Funds Industry”, *Journal of Multinational Financial Management*, Ekim 2005, Vol. 15, No. 4-5, ss. 377-393, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

¹⁰⁵ FSA, “Update on Regulation of Hedge Funds”, FSA/PN/038/2003, 26 Mart 2003, <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2003/038.shtml>.

¹⁰⁶ FSA, “Hedge funds and the FSA: Feedback statement on DP16”, Mart 2003, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs16.pdf>.

¹⁰⁷ Dechert LLP, “Introduction and Regulation of Hedge Funds in Germany”, www.dechert.com/library/DECHERTGERMANY.pdf (17 Mart 2010).

¹⁰⁸ Dale A. Oesterle, “Regulating Hedge Funds”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, <http://moritzlaw.osu.edu/ebli/issues/volume1/number1/oesterle.pdf>, (17 Mart 2010).

¹⁰⁹ Roberto Steri, Marco Gioginob ve Diego Viviani, “The Italian Hedge Funds Industry: An Empirical Analysis of Performance and Persistence”, *Journal of Multinational Financial Management*, Şubat 2009, Vol. 19, No. 1, ss. 75-91, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

¹¹⁰ Norbert Lang, “German Hedge Fund Legislation: Modernised But Still Old-Fashioned”, http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol05No06/PDF_Vol_05_No_06_669-677_Private_Lang.pdf (17 Mart 2010).

tarafından arz edilmektedir. Almanya’da aynı yasa ile serbest fonlara yatırım kısıtlaması getirilmezken serbest fonlar fonu için kısıtlamalar getirme gereği duyulmuştur.

AB Üye Ülkeleri serbest fonları düzenleme konusunda farklı uygulamalar yürüttüğü anlaşılmaktadır. AB Komisyonu 30 Nisan 2009 tarihinde yayınladığı ve serbest fonları da içeren UCITS Direktifleri kapsamında olmayan alternatif yatırım fonlarıyla (serbest fonlar, girişim sermayesi, gayrimenkul fonları, emtia fonları, altyapı fonları ve diğer kurumsal fon türleri) ilgili tüm üye ülkeleri kapsayan bir kanun teklifi yayınlamıştır.¹¹¹

Kanun teklifinde yer alan detaylara bakıldığında özellikle AB Üye Ülkeleri bünyesinde yönetilen alternatif yatırım fonlarının varlıklarının toplam büyüklüğünün 2 trilyon Euro civarında olduğu kaydediliyor. Bu büyüklükteki bir alternatif yatırım fon endüstrisinin başta söz konusu fonlara yatırım yapmış olan yatırımcılara, kredi verenlere, alım-satım yapılan karşı tarafa ve Avrupa finansal piyasalarının istikrar ve bütünlüğüne yönelik riskleri içerdiği ifade ediliyor. Kanun teklifinde yer alan bilgilendirme notunda yaşanmakta olan krizin sebebi olarak söz konusu alternatif yatırım fonlar gösterilmese de bu sektör üzerinde baskı unsurları yarattığı vurgulanıyor. Örneğin serbest fonların varlık fiyatı enflasyonuna sebep oldukları ve yapılandırılmış kredi pazarının hızlı gelişmesine neden olduğu öne sürülüyor. Komisyon, büyük miktardaki kaldıraçlı pozisyonların kredi şartlarındaki sıkışma ve yatırımcıların itfa talepleriyle birlikte düşen piyasalar üzerinde kalıcı etkiler yanında piyasa likiditesinin bozulmasına neden olduğunu ifade ediyor.

Alternatif yatırım fon yöneticilerine yönelik AB Üye Ülkeleri nezdinde yürürlükte olan ulusal düzenlemelerin risk yönetimi ile ilgili bacağına yönelik olarak ise Komisyon maalesef güçlü ve kapsamlı bir yaklaşımın ortaya konulmadığını düşünüyor. Komisyon, bunun yerine, hem yerel bazda hem de Avrupa genelinde şöyle bir tablonun varlığına inanıyor:

- Yerel genel kabul görmüş risk yönetimi kuralları,

¹¹¹ Commission Of The European Communities, “Proposal for a Directive Of The European Parliament and of The Council on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC”, SEC(2009) 576, 30 Nisan 2009, <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st09/st09494-ad01.en09.pdf> (17 Mart 2010).

- Risk yönetim sürecine ilişkin eşgüdümlü bir yaklaşım,
- İçsel yönetim,
- Şeffaflık,
- Söz konusu risklerin yönetilmesinde denetçileri destekleyen açık düzenlemeler,
- Avrupa genelinde etkin denetleyici işbirliği ve bilgi paylaşımı.

Serbest fonları da kapsayan alternatif yatırım fonlarının sınır ötesine pazarlamalarına yönelik olarak Komisyon, mevcut düzenlemelerin hukuki ve düzenlemeye yönelik engeller ortaya koyduğuna işaret ediyor.

Mevcut düzenlemelere yönelik zayıflıkların ve verimsizliklerin farkında olan Komisyon, bu olumsuz sonuçları ortadan kaldırmak için özellikle ABD olmak üzere uluslararası partnerleriyle görüş alışverişinde bulunarak düzenleme ve denetimlerin daha sağlam bir çerçeveye oturtulmasına yönelik çalışmaktadır. Kanun teklifinde Komisyon'un serbest fonları da içine alan alternatif yatırım fonlarının düzenlenmesi ve denetlenmesine yönelik öneriler incelendiğinde öne çıkan noktalar şöyle sıralanabilir:

- Direktif hükümleri 100 milyon Euro altında varlık büyüklüğüne sahip alternatif yatırım fonlarını kapsamıyor. Gerekçe olarak bu tutarda bir büyüklüğe sahip bir fonun faaliyetlerinin finansal istikrar ve piyasa etkinliğine yönelik bir tehdit oluşturmadığı öne sürülüyor. Bu fonlara yöneltilecek yeni kısıtlamaların ek maliyetler ve yönetsel zorluklar ortaya çıkaracağına inanılıyor. Buna göre Avrupa menşeli serbest fonların toplam varlık büyüklüğünün %90'ını yöneten %30'luk dilimi bu direktifin kapsamı altına giriyor.
- Alternatif yatırım fonlarının, sadece bu tür yatırımlar sonucunda ortaya çıkacak risklerin farkında olan ve bu riskleri üstlenebilecek profesyonel yatırımcılara pazarlanmasına yönelik bir sınırlama getiriliyor. Bireysel yatırımcıların daha kısa vadede daha düşük risk taşıma istekleri ve fiyatlamaları daha anlaşılabilir ve likiditesi daha yüksek yatırım araçlarına yönelmeleri buna gerekçe gösteriliyor.

- Alternatif yatırım araçlarının sınır ötesindeki profesyonel yatırımcılara pazarlanması için uygun bilgi akışının evsahibi ehil otoritesi ile paylaşılması şartı aranacak.
- Çoğu AB menşeli fon yöneticisi üçüncü derece ülkelerdeki kurulu fonları yönetiyor. Fakat Avrupa piyasalarına ve yatırımcılara olası tehdit oluşturabilecek bu faaliyetlere yönelik yeni sınırlamalar getiriliyor.
- Ulusal vergi otoriteleri offshore fonlara yatırım yapan profesyonel yatırımcıları vergilendiren üçüncü ülkelerin vergi otoritelerinden tüm bilgileri alabilecekler.
- Alternatif yatırım fonlarının yönetim ve idaresine yönelik faaliyetleri AB merkezli yetkilendirilmiş alternatif yatırım fonlarına ayrılıyor. Bu kısıtlama şu olasılığa yönelik olarak ortaya konuyor: alternatif yatırım fonlarının idari fonksiyonlarının (yönetim fonksiyonları değil) uygun şartlara konu olan offshore varlıklara yetki aktarımı.
- Alternatif yatırım fon yöneticileri yönettikleri her bir alternatif yatırım fonu için bir emanetçiyi yetkilendirmek zorunda. Fon yöneticileri emanetçi gibi hareket edemeyecekler. Para ve varlıkları saklamak adına yetkilendirilmiş emanetçiler AB'de kurulmuş kredi kuruluşu olmak zorundalar. Bu kuruluşlar hükme bağlanan katı şartlar sağlandığı takdirde fonksiyonlarını başka emanetçilere kısmen devredebilirler.
- Alternatif yatırım fon yöneticileri yönettikleri her alternatif yatırım fonu için yöneticiden bağımsız ve konusunda ehil bir değerlemeciye atamak zorunda. Söz konusu değerlemeci fonun sahip olduğu varlıkların, payların ve birimlerin değerini yılda en az bir kere, payları ve fonları her ihraç ve itfasında değerleyecek. Üçüncü ülke kanun koyucuları tarafından yetkilendirilmiş değerlemeciler eşit düzenleme standartlarına tabi olmalılar.
- Şeffaflık gerekleri doğrultusunda alternatif yatırım fon yöneticileri yönettikleri her bir alternatif yatırım fonu için her finansal yıl için yıllık rapor hazırlayacak. Bu raporlar fon yatırımcılarına ve yetkili otoritelere finansal yılın bitiminden en geç dört ay içinde gönderilecek. Yıllık rapor en az şu raporları kapsayacak: bilanço, faaliyet yılına yönelik gelir ve gider

hesabı, faaliyet yılına yönelik faaliyetler. Raporda yer alan muhasebe bilgileri denetlenmiş olmalı. Alternatif yatırım fon yöneticileri alternatif yatırım fonu yatırımcılarına yatırım yapmadan önce, yatırım sonrasında ise yapılacak her değişiklik için bilgi vermek zorunda. Alternatif fon yatırımcılarını bilgilendirmede yer alması öngörülen noktaların bazıları şöyle sıralanabilir: yatırım stratejileri, teknikleri, yatırım yapılacak yatırım araçları, taşıdıkları riskleri, yatırım sınırlamaları, kaldıraçtan faydalanma şartlarını ve sonrasındaki olası riskleri; bu konulardaki herhangi yapılacak değişiklikleri; emanetçi, değerlemeci ve denetçiler hakkında bilgiler; fon yatırımcılarına konu oluşturabilecek her türlü ücret, komisyon ve harcamalar; sözleşme şartları; en son oluşturulmuş yıllık rapor. Alternatif yatırım fon yöneticileri düzenli aralıklarla ehil olan otoriteye piyasalar ve yatırım araçları bazında raporlama yapacak. Raporlar şu ana başlıkları kapsayacak: alım satım yapılan piyasalar, ana yükümlülükler, performans verisi ve risk konsantrasyonları. Söz konusu fon yöneticileri yönettikleri alternatif yatırım fonunun kurulduğu evsahibi Üye Ülkenin yetkili otoritelerini, alternatif yatırım fonunun yatırım yapacağı piyasaları ve varlıkları, alternatif yatırım fonuyla ilgili organizasyon ve risk yönetimi uygulamalarını bildirmek zorunda olacak.

- Kanun teklifi finansal sistemin istikrarını ve bütünlüğünü sağlamak adına, komite sistemi süreçleri doğrultusunda kaldıraç limitlerini belirlemek için Komisyon'a yetki veriyor. Yine aynı şekilde olağandışı durumlarda bireysel yöneticiler ve fonlar hakkında ulusal otoritelere kaldıraç kullanımını sınırlamaya yönelik ek olağanüstü durum ilan etme yetkisi veriliyor.

EK 5: TÜRKİYE VE AB'DE SERBEST YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELERİN KARŞILAŞTIRILMASI

Sürekli değişkenlik arz eden finansal piyasaların ihtiyacına yönelik düzenlemelerin güncelliklerini yitirmemesi önemlidir. Düzenleyici kurumlar, hizmet ettikleri finansal piyasalara yönelik olarak yaptıkları düzenlemelerin güncelliklerini sorgulamakta ve gerekli gördükleri takdirde düzenlemelerde değişikliklere veya yeni maddeler ekleme yoluna gitmektedirler. Geline noktada Türkiye ve AB'de serbest fonların düzenlenmesinde benzer ve farklı yanların neler olduğunu sıralamaya çalışalım:

Öncelikle SPK Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak serbest fonlara yönelik düzenlemeler getirmiştir. Avrupa Komisyonu ise içerisinde serbest fonları da kapsayan alternatif yatırım fonlarını yöneten yöneticileri düzenlemeyi amaçlamaktadır. Türkiye'de serbest fon pazarının henüz emekleme aşamasında olması ve sadece birkaç kurumun serbest yatırım fonu kurmuş olması son yaşanmakta olan finansal krizin de bir sonucu olduğunu söyleyebiliriz.

Türkiye'deki fon yatırımcılarının çoğunluğunun daha düşük risk taşıdıklarına inandıkları menkul kıymet yatırım fonlarına yatırım yapmayı tercih etmeleri daha yüksek risk grubuna giren fonlara talebi çok düşük seviyelerde tutmaktadır. Serbest fonlara nitelikli yatırımcıları çekebilmek çok kolay olmamaktadır. Şeffaflık özelliğinin tam anlamıyla ortaya konmaması sebebiyle serbest fonlara yatırım yapmayı tercih etmeyen nitelikli yatırımcıların daha çok devlet tahvili ve kısmen hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ettikleri görülmektedir. Yatırımcı, tasarruflarını garanti altına almak ve güvendiği yatırım araçlarına yatırım yapmak istemektedir.

Avrupa Komisyonu'nun alternatif yatırım fonlarının yöneticilerini düzenlemek ve denetim mekanizmasını daha işler hale getirmek amacıyla yürüttüğü çalışmalar bu fonların yürüttükleri faaliyetler sebebiyle finansal sisteme olabilecek zararlarını ve yatırımcıların korunmasına yönelik zayıflıkları ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Avrupa Komisyonu'nun sarf ettiği tüm bu çalışmaların amacı ABD ve diğer uluslararası partnerlerle görüş alış verişinde bulunmak suretiyle AB genelinde alternatif yatırım fonlarına yönelik şu tabloyu ortaya koymaktır: genel kabul görmüş risk yönetimi

kuralları, risk yönetimine yönelik eşgüdümlü bir yaklaşım, içsel yönetim, şeffaflık, denetçileri destekleyen açık düzenlemeler ve Avrupa genelinde etkin denetleyici işbirliği ve bilgi paylaşımı. SPK da serbest fonları etkin bir risk yönetimi uygulama konusunda zorunlu tutarken kullanılacak yöntemlerin seçiminde serbest bırakmakta fakat bu yöntemlerin genel kabul görmüş ve amacına yönelik olmalarını hükme bağlamaktadır. Türkiye’de serbest yatırım fonlarının risk yönetimine ilişkin olarak AB’ye uyumlu bir yaklaşım sergilemeleri ortak bir paydada hareket edilmesine katkı sağlayabilir.

Serbest fonların portföyleri yöneticileri tarafından değerlendirilmektedir. Portföylerinde karmaşık yapıda, likiditesi düşük ve fiyatlaması zor olan enstrümanların yer alması serbest fonların adil değerlendirilip değerlendirilmediklerine yönelik şüphelerin uyanmasına sebep olmaktadır. Avrupa Komisyonu portföylerin adil değerlemesine yönelik şüpheleri ortadan kaldırmak adına serbest fon yöneticilerine konusunda ehil ve bağımsız hareket eden bir değerlemeci atama zorunluluğu getirmeyi önermektedir. Söz konusu değerlemecinin fonun sahip olduğu varlıkların, payların ve birimlerin değerini yılda en az bir kere, payları ve fonları ise her ihraç ve itfasında değerlemeleri tavsiye edilmekte olup değerlemecilere yönelik nasıl bir düzenleme yapılacağı belirtilmemiştir. Yasa teklifinde tanımlamalara yönelik eksikliklerin ortadan kaldırılmasıyla daha anlaşılır bir yasa yürürlüğe girebilir. SPK, serbest yatırım fonu yöneticilerinin fon portföyünü en az ayda bir kere kendileri değerlemelerini istemektedir. Böyle bir uygulamanın Türkiye serbest yatırım fonu pazarında da nasıl bir etki yaratacağına yönelik çalışmaların yapılması faydalı olabilir.

Raporlamaya yönelik olarak SPK ve Avrupa Komisyonu serbest fonların yıllık rapor düzenlemelerini ve yetkilendirilmiş bir denetçi tarafından denetlenmelerini istemektedir. Fonun işleyişi ve stratejisine yönelik her türlü değişikliğin yatırımcı ve yetkili otoriteye bilgilendirilmesi şart koşulmuştur. Yatırımcı korumasına yönelik ortak bir anlayışın var olması nedeniyle finansal piyasalarımızın uluslararası bazda örnek kabul edilen uygulamalarla bir bütünlük oluşturduğunu söyleyebiliriz.

SPK ve Avrupa Komisyonu’nun düzenleme çalışmalarında en büyük fark SPK’nın serbest fonu, Avrupa Komisyonu’nun ise serbest fon yöneticisini düzenleme

esaslarını öne çıkarmasıdır. Avrupa ülkelerinde bazılarının serbest fonun kendisini, bazılarının fonun yöneticisini, bazılarının da her ikisini düzenlemeyi tercih ettiği görülmektedir.

Finansal krizin bir zaman sonra etkisini azaltıp istikrarlı bir finans piyasasına kavuşulacağı düşüncesi ışığında küresel bazda hareket eden tasarrufları ülkemize çekmek yolunda şu anda atılacak adımlar büyük önem arz ediyor. Örnek kabul edilen uluslararası uygulamalarla paralellik oluşturacak düzenlemelerin Türkiye’de yer alması konusunda SPK çalışmalarını sürdürürken AB’ye uyum çerçevesi içinde hareket etmektedir. AB, kendi düzenlemelerini ABD gibi finans piyasası gelişmiş olan ülkelere uyumlaştırmaya çalışmaktadır. Düzenleme esaslarının küresel bazda paralellik göstermesi tüm finansal sistemin daha sağlıklı bir temele oturmasına katkı sağlayabilir.

EK 6: SERBEST YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİNİN SINIRINA YÖNELİK TARTIŞMALAR

Uluslararası serbest fon pazarında serbest fonlar ortaklık yapısına göre kurulabilmekte ve çoğunlukla fon yöneticileri bu ortaklıkta en büyük paya sahip olabilmektedir. Fon yöneticileri kendi sermayelerinin de dahil olduğu portföyü yönetirken çok daha temkinli oldukları ve riske duyarlı performans sergiledikleri gözlemlenmektedir.

Serbest fonlar ilk kuruldukları zamanlarda düzenlemeye tabi tutulmuyor olsalar da finansal piyasalardaki gelişmelerin ortaya koyduğu gereklilikler sebebiyle ülke otoriteleri serbest fonlar için de düzenlemeler getirmişlerdir. Serbest fonlar otoritelerin koyduğu kuralların ördüğü sınırlar içerisinde hareket etmeye başlamışlardır. Serbest fonların oluşum sebeplerine aykırı düşen bu gelişmeler fikir ayrılıklarına cephe oluşturmuştur. Amacı yüksek getiriler sunmak olan serbest fonlara kredi sağlayanların getiri talebi de o derece yüksektir. Serbest fon yöneticilerinin hareket kabiliyeti üzerine çok daha sıkı düzenlemelerin getirilmesinin serbest fonlara ek bir fayda sağlamayacağına dair görüşler yer etmeye başlamıştır.

Danielsson (2005) mevcut serbest fon düzenlemelerinin, yatırımcı bildirimlerinin ve yatırım kısıtlamalarının serbest fon düzenlemeleriyle uyummadığını ve gelecekte yapılacak düzenlemelerin sistemik açıdan önemli olan serbest fonlara zarar vermeyecek şekilde oluşturulmaları gerektiğini savunmaktadır.¹¹² King ve Maier (2009) serbest fonların şeffaflığının artırılmasına yönelik düzenlemelerin uygun bir yaklaşım olmadığını, ahlaki çöküntü yaratabileceğinin yanında likiditenin daralmasına sebep olabileceği ihtimalini öne sürmüştür.¹¹³ Aracı kuruluşlar tarafından yapılan dolaylı düzenlemeler, kredi verenlerin, karşı tarafın ve yatırımcılar üçgeninde bir piyasa disiplininin serbest fonlardan doğabilecek riskleri sınırlamada daha etkili olabileceği ihtimalini öne sürmüşlerdir.

¹¹² Jon Danielsson, Ashley Taylor ve Jean-Pierre Zigrand, "Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds Be Regulated? A Survey", *Journal of Financial Stability*, Ekim 2005, Vol. 1, No. 4, ss. 522-543, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

¹¹³ Michael R. King ve Philipp Maier, "Hedge Funds And Financial Stability: Regulating Prime Brokers Will Mitigate Systemic Risks", *Journal of Financial Stability*, Eylül 2009, Vol. 5, No. 3, ss. 283-297, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

Serbest fon yöneticilerinin hem geçmişte yaşanmış vak'a analizlerinden hem de kendi tecrübelerinden faydalanmak suretiyle kendi kendilerine düzenleme yapmalarının daha doğru olduğu ifade edilmektedir. Özellikle küresel finans piyasalarında faaliyetlerini sürdüren serbest fonların bu ülkelerde yürürlükte olan kanun hükümlerini dikkate almaları sebebiyle ek düzenlemelere gidilmesinin serbest fonların performansına zarar vereceği öne sürülmektedir.

Nisan 2007'de yaptığı bir konuşmada Federal Reserve Bank (Fed) başkanı Ben S. Bernanke serbest fon endüstrisinin hızla gelişme kaydetmesinin beraberinde sistemik riskin muhtemel varlığını ortaya çıkardığını söylemiştir. Shadab (2007)¹¹⁴, özellikle serbest fonların neden olduğu sistemik riskin düzenleyici otoriteler tarafından yok edilmesine yönelik düzenlemeler getirmesinin gerçekten gerekli olup olmadığı konusunda emin olmaları gerektiğini savunmaktadır. Burada sistemik risk olarak, serbest fon yatırımcıları dışındaki ekonomik aktörlere konu olabilecek risk faktöründen bahsedilmektedir.

Serbest fonların faaliyetlerini sürdürmek için banka ve aracı kurumların sundukları alım/satım ve saklama hizmetleri gibi daha birçok aracılık faaliyetlerine bağımlı olmak durumundadırlar. Bu sebeple serbest fonların zarar etmeleri en başta aracılık faaliyetinde bulunan bu kurumları etkileyecektir. Özellikle düşen piyasada açığa satış yöntemine başvurulması üçüncü taraflar arasında bir satış dalgasının başlamasına ve bu etkinin hızlı bir şekilde diğer piyasa oyuncularına sıçramasına neden olabilmektedir.

Finansal kurumlar ve diğer piyasa oyuncuları sözkonusu riski farklı oran ve formlarda da olsa dolaylı olarak üzerlerinde taşımaktadırlar. En azından bankaların serbest fonlara verdikleri krediler sebebiyle maruz kaldıkları sistemik riski azaltmak adına kredi şartlarına eklentiler yapmasının her zaman mümkün olmadığı kaydedilmektedir. Shadab (2007) yayımladığı makalede literatürde çok az sayıda araştırmanın serbest fonların doğrudan sistemik riski ne boyutta doğurduğuna cevap

¹¹⁴ Houman B. Shadab, "The Challenge of Hedge Fund Regulation", Regulation, 2007, ss. 36-41, <http://www.cato.org/pubs/regulation/regv30n1/v30n1-1.pdf>.

vermeye çalışsa da bunlardan hiç birinin sistemik riskin doğuracağı tehlikenin büyüklüğü ve şiddeti konusunda kesin bir yargıya varamadıklarını ifade etmiştir.¹¹⁵

Yukarıdakilerine ek olarak serbest fon endüstrisinde hissedilen genel eğilim hem teknik hem de finansal gelişime ayak uydurma yönündedir. Bu yüzden özellikle büyük ve deneyimli serbest fonlar ve yöneticileri yeni gelişmelere ayak uydurmak için düzenli olarak yatırım stratejileri ve ölçüm teknikleri konusunda kendilerini yenileme ve geliştirme yönünde hareket etmektedirler. Dinamik ve hızlı değişim sergileyen bu sektöre getirilecek yeni düzenlemelerin kalıcı ve güncelliğini yitirmeyecek bir yapıda olmaları gerektiği söylenebilir. Otoritelerin, serbest fonlarla ilgili yaptıkları düzenlemelerin piyasanın ihtiyacı doğrultusunda güncelliğini yitirip yitirmediklerinden emin olmaları ve bu konuda kendilerini sıklıkla sorgulamaları işleyişin daha sağlıklı olmasında fayda sağlayabilir.

Açıklık ilkesinin düzenleyici otoriteler tarafından hangi seviyede tutulması gerektiği de bir diğer tartışma konusudur. Günümüzde serbest fon yöneticileri eskiye kıyasla daha açık olma konusunda gelişme kaydetmişlerdir. Özellikle serbest fonların çok yüksek sermayeye sahip kurumsal yatırımcıları, serbest fon yöneticilerinden diğer daha düşük sermayeli yatırımcılara göre çok daha fazla bilgi talep edebilmektedirler. Yatırımcılarına açıkladıkları bilgiler ne kadar fazla olursa yönetim stratejilerinin o kadar çabuk ve kolay taklit edilme riski de artmaktadır. Bu da serbest fonların yatırımcılarına vaad ettikleri getirilerin altında bir getiri elde etmeleriyle sonuçlanabilmektedir. Getirisiz az olacaksa fazla bilginin açıklanması yatırımcılara yarardan çok zarar getirebilir.

Shadab (2007) açıklık ilkesinin sınırlarının genişletilerek kullanılması sonucunda serbest fonların yeni müşteriler edinebileceğinden, böylece komisyon ve ücret gelirlerini artırarak sermayelerini artıracaklarından söz etmektedir.¹¹⁶ Öte yandan rekabet gücünün azalması ile operasyonel fonksiyonların dışarıdan sağlanmasını tercih eden serbest fonlar bu sayede alım-satım karar ve stratejilerinin de karşı tarafın bilmesi ve bunların başkaları tarafından da uygulanmasına sebep olabilmektedir. Ayrıca ek sermaye yaratmak ve borçlanmak amacıyla halka arz olan veya tahvil ihracına

¹¹⁵ Housman B. Shadab, "The Challenge of Hedge Fund Regulation", Regulation, 2007, ss. 36–41, <http://www.cato.org/pubs/regulation/regv30n1/v30n1-1.pdf>, s. 39.

¹¹⁶ a.g.m., s. 41

başvuran serbest fonlar açıklık ilkesini sonuna kadar kullanmak durumunda kalmışlardır.

Ben Bernanke, Nisan 2007’de New York Üniversitesi’nde yaptığı bir konuşmada piyasa temelli yaklaşımlardaki “görünmez el” olgusuna dayanan düzenlemelerin doğrudan bir şekilde devlet tarafından yapılan düzenlemelerin yerini alabileceğinden bahsetmiştir.¹¹⁷ Bernanke bunun etkin bir şekilde çalışmasının ancak yatırımcılar ve diğer piyasa oyuncularının devletin düzenleyici otoritesiyle aynı amaçları hedeflemeleriyle mümkün olabileceğini ifade etmiştir. Özellikle bireysel yatırımcıların yeterli bir şekilde şirketin finansal durumunu anlayabilecek ve gözlemleyebilecek yetenekte olması ve büyük kayıplara maruz kalınabileceği fikrine sahip olması gerektiğini öne süren Bernanke bu şartlar sağlandığı takdirde piyasa disiplininin aşırı risk almayı sınırlandırmaya yönelik güçlü bir araç olacağını dile getirmiştir.

Bernanke, devletin düzenleyici otoritesinin serbest fonların düzenlenmesiyle ilgili olarak yürürlüğe koyacakları hükümlerin ne büyüklükte sosyal fayda sağlayacağını ve karşılığında ne kadar sosyal maliyet doğuracağını iyi bir şekilde ölçmesi gerektiğini de öne sürmüştür. Burada sosyal fayda olarak, finansal piyasaların istikrarlı bir yapıya kavuşması ve yatırımcıların sahteciliğe karşı korunmaları sıralanmıştır. Diğer yandan sosyal maliyetler olarak rekabetin azalması, giderlerin artması ve bu sebeple yatırımcılara yansıtılacak yüksek komisyon ve ücretler ile serbest fon endüstrisindeki gelişmelerin sınırlı kalabileceği tehlikesi sayılmıştır.

Gelişmiş bir serbest fon pazarına yönelik düzenlemelerin sınırına ilişkin farklı görüşlerin yer alması hangi görüşün bu süreci hızlandıracağına dair belirsizliği ortaya koymaktadır. Özellikle Türkiye’de finansal yapı açısından bankacılık sektörünün dominant olduğu gerçeği göz önüne alındığında gelişmiş bir serbest fon endüstrisinin fon pazarında yerini almasının kısa bir sürede gerçekleşemeyeceğini söyleyebiliriz. Bir disiplin içinde uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren serbest fonlara ilişkin düzenlemelerin fayda-maliyet açısından incelenip değerlendirilmesi ve uluslararası

¹¹⁷ Ben S. Bernanke, “Financial Regulation and the Invisible Hand”, New York University Law School, 11 Nisan 2007, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070411a.htm>.

literatürün takibi, sözkonusu süreci yaşarken daha sağlıklı bir temelde hareket edilmesine imkan sağlayabilir.

KAYNAKÇA

Aggarwal, Raj ve John W. Goodell, "Financial Markets Versus Institutions in European Countries: Influence of Culture and Other National Characteristics", International Business Review, Basım Aşamasında, Düzeltilmiş, 27 Ağustos 2009 itibariyle mevcut, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Alexander, Gordon J. ve Alexandre M. Baptista, "Active Portfolio Management With Benchmarking: A Frontier Based On Alpha", Journal of Banking & Finance, Basım Aşamasında, Düzeltilmiş, 10 Şubat 2010 itibariyle mevcut, ScienceDirect veri tabanı (23 Mart 2010).

Almunia, Miguel ve Diğerleri, "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", NBER Working Paper 15524, Kasım 2009, <http://www.nber.org/papers/w15524>.

Aslan, Özgür ve İsmail Küçükaksoy, "Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", Ekonometri ve İstatistik, 2006, No:4, <http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi4/iueis4m3.pdf> (6 Nisan 2010).

Basel Committee on Banking Supervision, "Basel Capital Accord: Treatment of Potential Exposure for Off-Balance Sheet Items", Nisan 1995, <http://www.bis.org/publ/bcbs18.pdf?noframes=1> (18 Mart 2010).

BDDK, "Bankacılık Sektörü Reformu: Gelişme Raporu", 2 Ağustos 2001, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1516Document%20in%20Microsoft%20Internet%20Explorer.pdf, s. 8.

BDDK, "Bankaların İç Sistemleri Hakkında Yönetmelik", Resmi Gazete, 26333, 1 Kasım 2006, <http://www.alomaliye.com>.

BDDK, "Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik", Resmi Gazete, 26333, 1 Kasım 2006, http://www.tbb.org.tr/tr/Duzenlemeler/Yasal_duzenlemeler.aspx.

BDDK, "Dual Currency Deposit (DCD) Hakkında Basın Duyurusu", 3 Mart 2010, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Duyurular/Basin_Aciklamalari/765503%20mart%202010.pdf (18 Mart 2010).

BDDK, "Kredi Türevlerinin Standart Metoda Göre Sermaye Yeterliliği Standart Oranı Hesaplamasında Dikkate Alınmasına İlişkin Tebliğ", Resmi Gazete, 26335, 3 Kasım 2006, <http://www.bddk.org.tr>.

BDDK, "Risk Ölçüm Modelleri ile Piyasa Riskinin Hesaplanmasına ve Risk Ölçüm Modellerinin Değerlendirilmesine İlişkin Tebliğ", Resmi Gazete, 26335, 3 Kasım 2006, <http://www.resmi-gazete.org>.

Becker, Chris ve Daniel Fabbro, "Limiting Foreign Exchange Exposure Through Hedging: Australian Experience", Reserve Bank of Australia, 2006, <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2006/pdf/rdp2006-09.pdf>.

Bekaert, Geert ve Campbell R. Harvey ve Christian Lundblad, “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, Journal of Financial Economics, Temmuz 2005, Vol. 77, No. 1, ss. 3-55, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 8. Basım, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2005.

Bernanke, Ben S., “Financial Regulation and the Invisible Hand”, New York University Law School, 11 Nisan 2007, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070411a.htm>.

BIS, **76th Annual Report 1 April 2005–31 March 2006**, 26 Haziran 2006, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2006e.pdf?noframes=1>.

BIS, **77th Annual Report 1 April 2006–31 March 2007**, 24 Haziran 2007, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.pdf?noframes=1>.

BIS, **78th Annual Report 1 April 2007–31 March 2008**, 30 Haziran 2008, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.pdf?noframes=1>.

BIS, **79th Annual Report 1 April 2008– 31 March 2009**, 29 Haziran 2009, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf?noframes=1>.

BIS, **Quarterly Review**, Aralık 2009, <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>.

BOFIT, “The Banking Sector Rescue in Russia”, 2002, No. 12, <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/9A6CE196-4191-411D-87B9-8FDADF4FDB9E/0/bon1202.pdf>.

Boyfield, Keith, Hugo Robinson ve Lorraine Mullally, “Selling the City Short? A Review of the EU’s Financial Services Action Plan”, **Open Europe**, Kasım 2006, http://www.openeurope.org.uk/research/fsap_summary.pdf.

Boyson, Nicole M., Christof W. Stahel ve Rene M. Stulz, “Is There Hedge Fund Contagion?”, National Bureau of Economic Research working paper, 2006, http://69.175.2.130/~finman/Orlando/Papers/istherehedgefundcontagion_fma.pdf.

Brown, Stephen J., “Hedge Funds: Omniscient or Just Plain Wrong”, NYU Stern School of Business, 9 Mart 2001, <http://pages.stern.nyu.edu/~sbrown/omniscient.pdf>.

Budak, Alparslan, “UCITS Direktifi ve Yatırım Fonu Pazarları”, TSPAKB, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 51, Kasım 2006, s. 7-19, <http://www.tspakb.org.tr>.

Cao, Charles ve Eric C. Chang ve Ying Wang Diğerleri, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Mutual Fund Flow and Market Return Volatility”, Journal of Banking & Finance, 2008, Vol. 32, No. 10, ss. 2111–2123, ScienceDirect veri tabanı (25 Şubat 2010).

CFTC, “CFTC History in the 1970s”, http://www.cftc.gov/aboutthecftc/historyofthecftc/history_1970s.html.

CFTC, “Futures Regulation Before the Creation of the CFTC”, http://www.cftc.gov/aboutthecftc/historyofthecftc/history_precftc.html.

Chan, Kalok ve Vicentiu M. Covrig ve Lilian K. Ng, “What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations

Worldwide”, *The Journal of Finance*, June 2005, Vol. 60, No. 3, JSTOR veri tabanı, ss. 1495-1534.

Chiou, Wan-Jiun Paul, “Who Benefits More From International Diversification?”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Aralık 2008, Vol. 18, No. 5, ss. 466-482, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Cockburn, C., Menard, S., 2000, “Integration of Risk and Return”, *Canadian Investment Review*.

David Colander ve Diğerleri, “The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics”, Dahlem Workshop, 2008, http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/papers/Dahlem_Report_EconCrisis021809.pdf.

Commission Of The European Communities, “Proposal for a Directive Of The European Parliament and of The Council on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC”, SEC(2009) 576, 30 Nisan 2009, <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st09/st09494-ad01.en09.pdf> (17 Mart 2010).

Connolly, J. P., “A Review of the Futures Trading Act of 1982”, *Corporation Law Review*, 1983, Vol. 6, ss. 342–359.

Corielli, Francesco ve Massimiliano Marcellino, “Factor Based Index Tracking”, *Journal of Banking & Finance*, Ağustos 2006, Vol. 30, No. 8, ss. 2215-2233, ScienceDirect veri tabanı (22 Mart 2010).

Danielsson, Jon ve Ashley Taylor ve Jean-Pierre Zigrand, “Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds Be Regulated? A Survey”, *Journal of Financial Stability*, Ekim 2005, Vol.1, No. 4, ss. 522-543, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

Davis, R. J., “The Commodity Exchange Act: Statutory Silence Is Not Authorization for Judicial Legislation of an Implicit Private Right of Action”, *Missouri Law Review*, 1981, Vol. 46, 316–336.

Dechert LLP, “Introduction and Regulation of Hedge Funds in Germany”, www.dechert.com/library/DECHERTGERMANY.pdf (17 Mart 2010).

Dembo, Ron S., “Value-at-Risk and Return”, *The Electronic Journal of Financial Risk*, Ekim 1997 (1), ss. 1-11 Aktaran: Dowd, Kevin, “Adjusting for Risk: An Improved Sharpe Ratio”, *International Review of Economics and Finance*, Temmuz 2000, Vol. 9, No. 3, ss. 209-222, ScienceDirect veri tabanı (20 Mart 2010).

Ding, Bill ve Hany A. Shawky ve Jianbo Tian, “Liquidity Shocks, Size and the Relative Performance of Hedge Fund Strategies”, *Journal of Banking & Finance*, Mayıs 2009, Vol. 33, No. 5, ss. 883-891, ScienceDirect veri tabanı (25 Şubat 2010).

Do, Viet, Robert Faff ve J. Wickramanayake, “An Empirical Analysis Of Hedge Fund Performance: The Case Of Australian Hedge Funds Industry”, *Journal of Multinational Financial Management*, Ekim 2005, Vol. 15, No. 4-5, ss. 377-393, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

Dowd, Kevin, “Adjusting for Risk: An Improved Sharpe Ratio”, International Review of Economics and Finance, Temmuz 2000, Vol. 9, No. 3, ss. 209-222, ScienceDirect veri tabanı (20 Mart 2010).

DPT, **Ekonomik Gelişmeler**, Nisan 2010, <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A13B75B75C13B30>.

DPT, **Mali Piyasalarda Gelişmeler**, <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A13B75B75C13B30>.

EC, “Commission Recommendation of 27 April 2004 on the Use of Financial Derivative Instruments for Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) (Notified under Document Number C(2004) 1541/1) (Text with EEA Relevance) (2004/383/EC)”, Official Journal of the European Union, 27 Nisan 2004, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:144:0033:0041:EN:PDF>.

EC, “Council Directive of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities”, 20 Aralık 1985, http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=Directive&an_doc=1985&nu_doc=611.

EC, “Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 Amending Council Directive 85/611/EEC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) with a View to Regulating Management Companies and Simplified Prospectuses”, Official Journal of the European Communities, 21 Ocak 2002, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:041:0020:0034:EN:PDF>.

EC, “Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 Amending Council Directive 85/611/EEC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), with Regard to Investments of UCITS Directive 2001/108/EC”, Official Journal of the European Communities, 21 Ocak 2002, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:041:0035:0035:EN:PDF>.

EC, “Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) (Recast) (Text with EEA Relevance)”, Official Journal of the European Union, 13 Temmuz 2009, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:en:PDF>.

ECB, “Large EU banks’ Exposures to Hedge Funds”, Kasım 2005, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largeeubanksexposureshedgefunds200511en.pdf>.

ECB, **EU Banking Sector Stability**, Kasım 2006,
<http://www.ecb.de/pub/pdf/other/eubankingsectorstability2006en.pdf>.

ECB, **Financial Stability Review**, Aralık 2006,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200612en.pdf?dfcd080dec4e1e848d09a5681f3e9ff1>.

ECB, **Financial Stability Review**, Aralık 2007,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200712en.pdf?ec646815eec08b2c0dd3358dfed1f143>.

ECB, **Financial Stability Review**, Aralık 2008,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200812en.pdf?938299b9073580ed9b8faf0810e0c8ab>.

ECB, **Financial Stability Review**, Aralık 2009,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200912en.pdf?48513af1c9d0a9c6d7587b0d8c1eb01f>.

ECB, **Financial Stability Review**, Haziran 2006,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200606en.pdf?bf0fdc37f444aab1a4f1e0a9e03589f2>.

ECB, **Financial Stability Review**, Haziran 2007,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200706en.pdf>, s.10.

ECB, **Financial Stability Review**, Haziran 2009,
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200906en.pdf?4faaad9ea08cdf3374c785f3ba37b22>.

EDHEC, **Performance Measurement for Traditional Investment**, Ocak 2007,
http://www.edhec-risk.com/performance_and_style_analysis/perf_measurement/index_html/attachments/EDHEC%20Publi%20performance%20measurement%20for%20traditional%20investment.pdf.

EFAMA, **Q4 2009 Supplementary Tables**,
http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1173&Itemid=-99.

EFAMA, “Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2009 and Results for the Full Year 2009”, Quarterly Statistical Release, Mart 2010, No.40,
http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=72&Itemid=-99.

EFAMA, “Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the Fourth Quarter 2008”, Mayıs 2009,
http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=273&Itemid=-99.

EFAMA, “Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2009”, Temmuz 2009,

http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=275&dir=DESC&order=date&Itemid=-99&limit=5&limitstart=5.

EFAMA, "Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the Fourth Quarter 2009", Nisan 2010, http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=73&Itemid=-99.

Effenberger, Dirk, "Credit Derivatives: Effects on the Stability of Financial Markets", Deutsche Bank Research, 2004, http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000081397.pdf.

Eling, Martin ve Roger Faust, "The Performance of Hedge Funds and Mutual Funds in Emerging Markets", *Journal of Banking & Finance*, Article in Press, 13 Ocak 2010, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

Eller, Markus ve Peter Haiss ve Katharina ve Steiner, "Foreign Direct Investment in the Financial Sector and Economic Growth in Central and Eastern Europe: The Crucial Role of the Efficiency Channel", *Emerging Markets Review*, Aralık 2006, Vol. 7, No. 4, ss. 300-319, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

EN, White Paper on the Completion of the Internal Market (14 June 1985), 14 Haziran 1985, http://www.ena.lu/white_paper_completion_internal_market_14_june_1985-02-8169.

Ernst and Young Financial Services, "UCITS III – A Practical Guide", 2003 Aktaran: EurActiv, "UCITS III Direktifleri Çerçevesinde Türkiye'de yatırım yapmanın yolları", 17 Nisan 2008, <http://www.euractiv.com.tr/yazici-sayfasi/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari>.

Faff, R., Marshall, A. P., 2002, "The Choice of Foreign Exchange Hedging Techniques: An International Study", JA Batten and TA Fetherston (eds), *Financial Risk and Financial Risk Management*, Elsevier Science, Oxford, pp 137–172.

FDIC, "Inactive Financial Institution Letters", <http://www.fdic.gov/news/news/inactivefinancial/1995/fil9550a.html>, (18 Mart 2010).

Federici, Daniela ve Francesco Caprioli, "Financial Development and Growth: An Empirical Analysis", *Economic Modelling*, Mart 2009, Vol. 26, No. 2, ss. 285-294, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

FEFSI, "The New UCITS Directive Explained", Mart 2002, http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=196&Itemid=35.

Financial Services Action Plan, Commission Communication of 11 May 1999 entitled "Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan" [COM(1999) 232 final - Not published in the Official Journal], http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_en.htm.

Financial Services Action Plan FSAP? On track and on time?, http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn33/a3_en.htm.

Finansal Hizmetler, <http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/finansal-hizmetler>.

Fosler, Gail D. ve Eliza Winger, "Do Exchange Rates Matter? A Global Survey of CEOs and CFOs on Exchange Rates", The Conference Board Research Report, Mayıs 2004, <http://www.conference-board.org/publications/describe.cfm?id=795>.

FSA, "Hedge funds and the FSA: Feedback statement on DP16", Mart 2003, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs16.pdf>.

FSA, "Update on Regulation of Hedge Funds", FSA/PN/038/2003, 26 Mart 2003, <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2003/038.shtml>.

Galindo, Arturo ve Fabio Schiantarelli ve Andrew Weiss, "Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment?: Micro-Evidence from Developing Countries", Journal of Development Economics, Temmuz 2007, Vol. 83, No. 2, ss. 562-587, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Gamra, Saoussen Ben, "Does financial liberalization matter for emerging East Asian economies growth? Some new evidence", International Review of Economics & Finance, Haziran 2009, Vol. 18, No. 3, ss. 392-403, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Goricki, Werner ve Dirk Soehnholz, Marcus Storr, Vincent Weber, "Portable Alpha: Hedge fund index based Alpha Overlay as the most appropriate solution?", EUREKAHEDGE Hedge Fund Monthly, 2006, http://www.eurekahedge.com/news/06_june_feri_alpha_overlay.asp.

Guttman, Egon, "The Futures Trading Act of 1978: The Reaffirmation of CFTC-SEC Coordinated Jurisdiction Over Security/Commodities", The American University Law Review, 1978, Vol. 28, 1-35, Aktaran: Daniel R. Fischer, "Regulatory Conflict and Entry Regulation of New Futures Contracts", The Journal of Business, Vol. 59, No. 2, Part 2: Futures and Options Markets, JSTOR veri tabanı.

HFR, "Hedge Fund Assets Decline By \$210 Billion", 17 Ekim 2008, https://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20081017.pdf (16 Mart 2008).

HFR, "Investors Return To Hedge Fund Industry As A New Model Emerges", 20 Ocak 2010, https://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20100120.pdf (Erişim: 16 Mart 2010).

Hieronymus, Thomas A., 1977, "Economics of Futures Trading for Commercial and Personal Profit", American Journal of Agricultural Economics, Vol. 54, No. 3, Oxford Journal veri tabanı.

IAFE Investor Risk Committee, "Hedge Fund Disclosure for Institutional Investors", 21 Temmuz 2001, <http://www.iafe.org/html/upload/IRCCConsensusDocumentJuly272001.pdf>.

ICI, **Worldwide Mutual Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2009**, 28 Nisan 2010, http://ici.org/research/stats/worldwide/ww_12_09.

ICI, Supplementary Tables, http://www.ici.org/pdf/ww_03_09_sup_tables.pdf.

IMF, Twenty-First Meeting, 24 Nisan 2010, <http://www.imf.org/External/spring/2010/imfc/statement/eng/bel.pdf> (11 Mayıs 2010).

IMF, **World Economic Outlook**, Ekim 2009, <http://imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf> (12 Nisan 2010).

IMF, **World Economic Outlook Database**, Nisan 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx> (07 Haziran 2010).

Instefjord, Norvald, "Risk And Hedging: Do Credit Derivatives Increase Bank Risk?", *Journal of Banking & Finance*, Şubat 2005, Vol. 29, No. 2, ss. 333-345, ScienceDirect veri tabanı.

IOSCO, "The Regulatory Environment for Hedge Funds a Survey and Comparison", 2006, <http://www.iasplus.com/resource/0603ioscohedge.pdf>.

ISDA, **Derivatives Usage Survey**, 2009, <http://www.isda.org/press/press042309der.pdf> (25 Şubat 2010).

Guorong Jiang ve Diğerleri, "The Profitability of the Banking Sector in Hong Kong", *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*, 2003, <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/qb200309/fa1.pdf>.

Kaminsky, Graciela L. ve Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, 1999, Vol. 89, No. 3, <http://home.gwu.edu/~graciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/twin-crises.pdf>.

Kaza, Greg, "Regulation of Financial Derivatives in the US Code", *Derivatives Use, Trading & Regulation*, 1 Şubat 2006, Vol. 11, No. 4, ss. 381-386, www.ingentaconnect.com.

King, Michael R. ve Philipp Maier, "Hedge Funds and Financial Stability: Regulating Prime Brokers Will Mitigate Systemic Risks", *Journal of Financial Stability*, September 2009, Vol. 5, No. 3, ss. 283-297, ScienceDirect veri tabanı (18 Şubat 2010).

Kovas, Ashley, "Hedge Funds and UK Regulation", 2004, Vol. 10, ss. 49-55 http://www.capco.com/files/pdf/74/02_RISKS/05_Hedge%20funds%20and%20UK%20regulation.pdf.

KPMG Financial Services, "State of the Investment Management Industry in Europe", 2006, http://www.kpmg.cz/czech/images/but/2006_FS_State_Investment.pdf.

Krugman, Paul, "The Great Recession versus the Great Depression", *Conscience of a Liberal*, 20 Mart 2009, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>.

KYD, **Aylık Bülten**, Kasım 2003, www.tkyd.org.tr/data/T/KYDKasim2003AylıkBülteni.doc.

Lang, Norbert, "German Hedge Fund Legislation: Modernised But Still Old-Fashioned",

http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol05No06/PDF_Vol_05_No_06_669-677_Private_Lang.pdf (17 Mart 2010).

Linsmeier, Thomas J. ve Neil D. Pearson, "Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk", 1996, <http://www.exinfm.com/training/pdfiles/valueatrisk.pdf> (18 Mart 2010).

Lisbon European Council 23 and 24 March 2000 Presidency Conclusions, http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm.

Loomis, Carol J., "The Jones Nobody Keeps Up With," Fortune, Nisan 1966, s.237-247, Aktaran: Serkan Çankaya, "Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar Ve Uygulanabilirliği", Kadir Has Üniversitesi, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf.

Lu, Chiuling ve Sheng-Ching Wu, Lan-Chih Ho, "Applying VaR to REITs: A Comparison of Alternative Methods", Review of Financial Economics, Nisan 2009, Vol. 18, No. 2, ss. 97-102, ScienceDirect veri tabanı (13 Nisan 2010).

Malkiel, Burton G. ve Atanu Saha, "Hedge Funds: Risk and Return", Financial Analysts Journal, 2005, Vol. 61, <http://www.princeton.edu/~bmalkiel/Global%20Hedge%20fund%20NEW.pdf> (16 Mart 2010).

Markowitz, Harry. "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, 1952, Vol.7, No.1, ss. 77-91, JSTOR veri tabanı.

Marsh, J., 2005, "Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement", Derivatives Use, Trading & Regulation, Vol. 11 No. 3, ss. 268-278, http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf.

Maspero, Davide ve Francesco Saita, "Risk Measurement for Asset Managers: a Test of Relative VaR", Newfin, 2002, No. 6, Università Bocconi, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=382447.

Masten, Arjana Brezigar ve Fabrizio Coricelli ve Igor Masten, "Non-Linear Growth Effects of Financial Development: Does Financial Integration Matter?", Journal of International Money and Finance, Mart 2008, Vol. 27, No. 2, ss. 295-313, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Méon, Pierre-Guillaume ve Laurent Weill, "Does Financial Intermediation Matter for Macroeconomic Performance?", Economic Modelling, Ocak 2010, Vol. 27, No. 1, ss. 296-303, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Mina, Jorge ve Gavin Watson, "Value-at-Risk for Asset Managers", RiskMetrics Journal, http://www.riskmetrics.com/system/files/private/rmj4q00_VaR_Asset_Managers.pdf (8Nisan 2010).

Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, "Final Report to BCBS, CGFS, IAIS and IOSC", 26 Nisan 2001, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_010426.pdf.

Nazmi, Nader, "Deregulation, Financial Deepening and Economic Growth: The Case of Latin America", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Mayıs 2005, Vol. 45, No. 2-3, ss. 447-459, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Oesterle, Dale A., "Regulating Hedge Funds", *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2006, <http://moritzlaw.osu.edu/eblj/issues/volume1/number1/oesterle.pdf>.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, "UCITS IV News", Aralık 2009, <http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/ucits-iv-news.html>.

PRICEWATERHOUSECOOPERS and FEFSI, "Cross-Border Marketing of "Harmonised" UCITS in Europe, Current Situation, Constraints and Ways Forward", Kasım 2001, http://www.pwc.com/en_LU/lu/asset-management/docs/pwc-crossborderucits.pdf.

Rajendran, Madhumathi, "Derivative Use by Banks in India", *Academy of Banking Studies Journal*, 2007, Vol. 6, No. 1.

RBC Global Services, Hedge Funds // Under Pressure, Eylül 2005, <http://www.rbcdexia.com/documents/en/SpecialReports/Hedge%20Funds%20-%20September%202005.pdf>.

Reichert, Alan ve Yih-Wen Shyu, "Derivative Activities and the Risk of International Banks: A Market Index and VaR Approach", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 12, No. 5, 2003, ss. 489-511, ScienceDirect veri tabanı (18 Mart 2010).

RiskMetrics Group, "Company History", <http://www.riskmetrics.com/history> (18 Mart 2010).

RiskMetrics Group, "Risk Management: A Practical Guide", 1999, http://www.wu.ac.at/banking/sbwl/lvs_ss/vk4/rmguide.pdf (1 Nisan 2010).

Rousseau, Peter L. ve Hakan Yilmazkuday, "Inflation, Financial Development, and Growth: A Trilateral Analysis", *Economic Systems*, Aralık 2009, Vol. 33, No. 4, December 2009, ss. 310-324, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

Schachter, Barry, "An Irreverent Guide to Value at Risk", *Financial Engineering News*, Ağustos 1997, Vol. 1, No.1, <http://www.debttonnet.com/newdon/files/marketinformation/var-guide.asp>.

Schnabel, Jacques A., "Dual Currency Deposits", *The Journal of Structured Finance*, 2009, Vol. 15, No. 3, ss. 32-36, <http://www.ijournals.com/doi/abs/10.3905/JSF.2009.15.3.032> (18 Mart 2010).

SEC, "Disclosure Of Short Sales And Short Positions by Institutional Investment Managers", 17 CFR Parts 240 and 249 [Release No. 34-58785; File No. S7-31-08], 15 Ekim 2008, <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58785.pdf>.

SEC, "Naked Short Sales", <http://www.sec.gov/answers/nakedshortsale.htm>.

SEC, "'Naked' Short Selling Antifraud Rule", 17 CFR PART 240 [Release No. 34-58774; File No. S7-08-08], 14 Ekim 2008, <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>.

SEC, "Proposed Amendments to Require Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Qualitative and Quantitative Information About Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments", Release Nos. 33-7250; 34-36643; IC-21625; File No. S7-35-95, 28 Aralık 1995, <http://www.sec.gov/rules/proposed/derrel.txt> (18 Mart 2010).

SEC, "Short Sales", 17 CFR PARTS 240, 241 and 242 [Release No. 34-50103; File No. S7-23-03], 28 Temmuz 2004, <http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm>.

Shadab, Houman B., "The Challenge of Hedge Fund Regulation", Regulation, 2007, ss. 36-41, <http://www.cato.org/pubs/regulation/regv30n1/v30n1-1.pdf>.

Short, Doug, "Four Bad Bears," DShort: Financial Lifecycle Planning, 20 Mart 2009, <http://dshort.com/>.

Simons, Katerina, "The Use of Value at Risk by Institutional Investors", New England Economic Review, New England Economic Review, 2000, Kasım/Aralık 2000, ss. 21-30.

SPK, "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 34)", Resmi Gazete, 23384, 26 Haziran 1998, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_4/4_1_3_7_SeriV_No34.pdf.

SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2009, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx> (18 Mart 2010).

SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Aralık 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Haziran 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Temmuz 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, <http://www.akportfoy.com.tr/t/spk/izahnameler/aky.pdf>.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/izahname_korumali_eczacibasi1.pdf.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, http://www.finansportfoy.com/docs/pdf/izahname_korumali_eczacibasi3.pdf.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, <http://www.yatirimyap.com/pdf/spk/FI2091.pdf>.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, <http://www.yatirimyap.com/pdf/spk/FI2092.pdf>.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/izahname_873.pdf.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/izahname_872.pdf.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, <http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5114820090225.pdf>.

SPK, Fon İzahnamesi, 2009, <http://www.tebyatirim.com.tr/pdf/5115420090127.pdf>.

SPK, Koruma Amaçlı Yatırım Fonları, Sürekli Bilgilendirme, 2009, <http://www.spk.gov.tr/apps/kyd/sureklibilgilendirme.aspx?ctype=kayf>.

SPK, “Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları”, 2004.

SPK, Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına İlişkin Aylık İstatistikler, Temmuz 2009, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, “Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetim Sistemlerine İlişkin İlkeler Duyurusu”, (35/1012 S.K.), 28 Eylül 2007, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=180>.

SPK, “Portföy Yönetim Şirketi, Portföy Yöneticiliği Faaliyeti ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 59)”, Resmi Gazete, 25000, 21 Ocak 2003, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, “Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış Ve Ödünç Alma Ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 65)”, Resmi Gazete, 25168, 14 Temmuz 2003, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, “Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı”, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=584&fn=584.pdf&submenuheader=null>.

SPK, “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII, No: 10)”, Resmi Gazete, 22852, 19 Aralık 1996, <http://www.spk.gov.tr>.

SPK, “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ”, Seri: VII, No: 29, 22 Eylül 2006, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_4/4_7_1_1_SeriVII_No10.pdf (16 Mart 2010).

SPK, “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4)”, Resmi Gazete, 21301, 31 Temmuz 1992, <http://www.spk.gov.tr>.

Stephanou, Constantinos, “Regulating Market Risk in Banks, A Comparison of Alternative Regulatory Regimes”, Policy Research Working Paper, Aralık 1996, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620580 (18 Mart 2010).

Steri, Roberto, Marco Giorginob ve Diego Viviani, “The Italian Hedge Funds Industry: An Empirical Analysis of Performance and Persistence”, *Journal of Multinational Financial Management*, Şubat 2009, Vol. 19, No. 1, ss. 75-91, ScienceDirect veri tabanı (17 Mart 2010).

Syriopoulos, Theodore, “Risk Aversion and Portfolio Allocation to Mutual Fund Classes”, *International Review of Economics and Finance*, 2002, Vol.11, No.4, ss.427–447, ScienceDirect veri tabanı (22 Şubat 2010).

TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 24 Mayıs 2010, <http://tcmb.gov.tr/>, (16 Haziran 2010).

TCMB, Haftalık Basın Bülteni, 11 Mart 2010, <http://www.tcmb.gov.tr/basin/3.5.pdf> (18 Mart 2010).

TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Açık Piyasa Repo ve Ters Repo İşlemleri (Aylık), evds.tcmb.gov.tr (5 Nisan 2010).

“The Commodity Futures Modernization Act of 2000”, (Appendix E of P.L.106-554, 114 Stat. 2763), 14 Aralık 2000, http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrrulesandstatutoryauthority/documents/file/o_gchr5660.pdf.

“The Commodity Futures Trading Act”, Public Law 93-463, 88 Stat. 1389, 23 Ekim 1974.

The White House, “Remarks by The President on 21st Century Financial Regulatory Reform”, 17 Haziran 2009, http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-Regulatory-Reform.

The World Bank Group, “World Development Indicators”, <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/showReport.do?method=showReport> (12 Nisan 2010).

TSPAKB, Basın Bülteni, 7 Kasım 2006, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_basin_bultenleri_bb_2006_sp_gundem_51-06.pdf (2007), s. 1.

UCITS III Direktifleri Çerçevesinde Türkiye’de Yatırım Yapmanın Yolları, <http://www.euractiv.com.tr/finansal-hizmetler/link-dossier/ucits-iii-direktifleri-cercevesinde-turkiyede-yatirim-yapmanin-yollari>.

U.S. Department of the Treasury, “Financial Regulatory Reform: A New Foundation”, 17 Haziran 2009, http://financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf.

Valverde, Santiago Carbó ve Francisco Rodríguez. “New Evidence of Scope Economies Among Lending, Deposit-Taking, Loan Commitments and Mutual Fund Activities”, *Journal of Economics and Business*, 2005, Vol.57, No.3, ss.187-207, ScienceDirect veri tabanı, (18 Şubat 2010).

Varga, Gyorgy ve Maxim Wengert, “The Growth and Size of The Brazilian Mutual Fund Industry”, MPRA Paper, 16 Mart 2010, No. 21581, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/21581/>.

VOB, VOBJEKTİF, Ocak 2010, Sayı 14, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vobjektif14.pdf>, (16 Haziran 2010).

Westlake, M., 2006, “German Hedge Fund Scheme Wins ‘Encouraging’ Support”, Global Risk Regulator, Vol. 4, No 7, Aktaran: ECB, Financial Stability Review, Aralık 2006, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200612en.pdf>.

Wu, Jyh-Lin ve Han Hou ve Su-Yin Cheng, “The Dynamic Impacts of Financial Institutions on Economic Growth: Evidence from the European Union”, *Journal of Macroeconomics*, Basım Aşamasında, Düzeltilmiş, 20 Eylül 2010 itibarıyla mevcut, ScienceDirect veri tabanı (26 Nisan 2010).

“Yatırım Kanununa İltisatlı Olarak Yatırım Fonlarının Türev Ürün Kullanmalarına İlişkin Risk Yönetim ve Risk Ölçüm Düzenlemesi

(Derivateverordnung)", Federal Kanun Gazetesi (BUNDESGESETZBLATT) , BGBl. I
P. 153, 6 Şubat 2004.