

TSPAKB Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Yılbaşı Kokteylimiz

2006 Yılına Hoşgeldin Kokteylimiz, 22 Aralık 2005 Perşembe günü Birlik Merkezinde yapıldı. Basın mensuplarının da davet edildiği yılın son etkinliğine ilgi ve katılım yüksek oldu.

Kokteylde kısa bir konuşma yapan Birlik Başkanı Müslüm Demirbilek, 2006 yılının herkes için sağlık, mutluluk ve başarı getirmesi dileklerini ilettili.



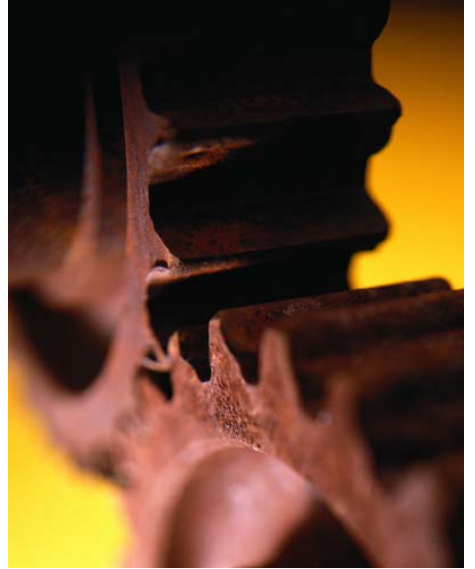
GİP Kuruldu

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin (GİP), Birliğimiz koordinasyonunda yürütülen kuruluş çalışmalarını tamamladı.

GİP'in kurulması için, SPK'dan kuruluş ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan gerekli izinler alındı. Ayrıca şirket, ticaret siciline tescil ettirildi ve 30 Aralık 2005 itibarıyla tüzel kişilik kazandı.

10 milyon YTL sermaye ile kurulan GİP'in kurucu ortakları, 52 aracı kuruluş, Birliğimiz, TOBB ve KOSGEB.

Şirket bir yıl içinde SPK'dan faaliyet izni alarak işlemlere başlayacak. Tüzel kişilik kazanılması ile birlikte GİP Yönetim Kurulu, Piyasa Yönetmeliğinin hazırlanması çalışmalarına en kısa sürede başlamayı planlıyor.



Alternatif Yatırım Araçları

Bu sayımızda, dünyada yaygın olan, fakat Türkiye'de fazla tanınmayan, hedge fonlar, finansal ortaklıklar ve kredi türevleri gibi

alternatif yatırım araçlarını inceledik.

Hedge fonlar, herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmayan, bu sayede pek çok farklı yatırım aracını kullanabilen özel fonlardır. Hedge fonların normal yatırım fonlarından temel farkı, açığa satış yapabilmeye ve borçlanabilme olanaklarıdır.

Finansal ortaklıklar, gelişme potansiyeli olan firmalara uzun va-

deli finansman sağlamanın yanı sıra, yönetim açısından da destek verilmesini içeren modellerdir.

Kredi riskinden korunmak üzere kullanılmaya başlanan kredi türevleri de son yıllarda önemli bir yatırım aracı haline gelmiştir.

Bu araçları incelediğimiz çalışmamız **sayfa 7**'de yer alıyor.



Sunuş



Değerli **gündem** okurları,

Yıl dönümlerinde geçmişin bir muhasebesini yapmanın, gelinen aşamayı değerlendirmenin, yapıları ve yapılamayanları ortaya koymanın, geleceği şekillendirmek açısından çok önemli olduğunu düşünüyorum. Hatırlarsanız, geçen yılın son sayısında, sermaye piyasamız ve Birliğimiz açısından bir değerlendirme sunmuştum. Bu ay ise, değerlendirmelerimi daha global, daha makro bir bakış açısı ile sizlerle paylaşmak istiyorum.

Öncelikle, makroekonomik anlamda bizce en önemli gelişmelerin enflasyon ve kamu borçlanması alanlarında olduğunu söylememiz gerek.

Enflasyon tek haneli seviyelerde kalmaya devam etti ve yılı, beklentilerin ve hedeflerin de altında, %7,7 seviyesinde kapattı. 2002'den bu yana yıllık enflasyon, hedefin altında seyrediyor. Bununla beraber, Merkez Bankası 2006 yılında "enflasyon hedeflemesi"ne geçecek. 2006 TÜFE hedefi %5 olarak belirlendi ve +/-%2'lik bir belirsizlik aralığı bulunuyor. Enflasyondaki istikrarın kalıcı hale gelmesini memnuniyetle izliyoruz.

Kamu maliyesi tarafında da gelişmeler olumlu. Konsolide bütçe açığının milli gelire oranının 2005 sonunda %3'ü altına indiği tahmin ediliyor. Diğer

bir deyişle, Maastricht kriterlerinden birini yakalamış oluyoruz.

2006 yılı bütçesi, 2003-2005 döneminde olduğu gibi, tüm kamu sektörü için %6,5, merkezi yönetim bütçesi için %5 faiz dışı fazla hedefine uygun olarak hazırlandı.

2004 yılının genelinde %25 olan Hazine'nin ortalama borçlanma maliyeti, 2005 yılında %16'ya geriledi. 2005 yılını %14'ün altında kapatan Hazine Bonusu faizleri, aynı zamanda devletin reel borç yükünün giderek azaldığına işaret ediyor. Bunun yanında, borçlanma vadeleri de yavaş yavaş uzuyor.

Öte yandan, kamu net borç stokunun milli gelire oranının 2005 sonunda %60'ın altına düşmesi bekleniyor. Burada da, Maastricht kriterlerini önümüzdeki yıl yakalamayı ümit ediyoruz.

GSMH büyümesinde de benzer şekilde olumlu bir tablo karşımıza çıkıyor. 2005'in ilk dokuz ayında ekonomimiz %5,5 oranında bir büyüme kaydetti. Yıl sonu beklentileri de %5,4 seviyesinde. Bu ivmenin 2006 yılında da devam etmesini bekliyoruz.

Öte yandan, ekonomideki iki önemli kırılganlığa da değinmemiz gerekiyor; işsizlik ve cari açık.

Cari açık tarafında, ihracatımız da ithalatımız da neredeyse her ay yeni rekorlar kırdı. İthalattaki artış hızı, ihracatın artış hızının üzerinde gerçekleşti. Dış ticaret açığı Ocak-Kasım döneminde 2004 yılına göre %27 arttı.

Sene başında 2005 yılı için programlanan cari açık 10,6 milyar \$ idi. Ancak, yılın ilk on ayında 17 milyar \$ seviyesine çıkan açığın, yılı 22 milyar \$ seviyesinde bitirmesi bekleniyor. Dış ticaret açığının hızla artmasına rağmen, yabancı sabit sermaye ve portföy yatırımları ile, Türk Lirası reel olarak değerlendirilmeye devam etti.

Bu noktada özelleştirme alanında çok başarılı sonuçlar alındığını da eklemeliyim. Özelleştirme ça-

Sunuş

İşmaları, yerli ve yabancı iş çevrelerinde yoğun ilgi ile karşılandı. Bunun sonucunda da önemli ölçüde bir yabancı sermaye girişi sağlandı. Bu yatırımların, zaman içinde verimlilik artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

Bütün bu olumlu gelişmelerin etkisi ile sermaye piyasamız da 2005 yılını rekorlarla kapadı. İMKB-100 endeksi %59'luk bir çıkışla 39,778 seviyesine yükseldi. Hisse senetleri, yılın en iyi kazandıran yatırım araçları oldu.

Günlük ortalama hisse senedi işlem hacmi, %33 artarak 800 milyon dolara ulaşırken, İMKB şirketlerinin piyasa değeri %64 artışla 161 milyar \$'a ulaştı.

2005'te yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı %12'den %18'e yükseldi. Hisse senedi yatırımlarındaki payları ise %55'ten %67'ye çıktı.

İnternet işlemleri hızla gelişti. İnternet üzerinden yapılan işlem hacmi, toplamın %5,4'ü ile en yüksek seviyesine ulaştı.

Halka arzlar, sayıca önceki yılın altında kalsa da, Vakıfbank'ın arzının etkisi ile hacim 3,5 kat daha fazla olarak gerçekleşti.

Sabit getirili menkul kıymetlerde, düşen faiz oranları ile beraber, işlem hacimlerinde önemli artışlar gözlemlendi. Borsa içi ve dışındaki tüm hacim, önceki yıla kıyasla %21 artarak 2,2 trilyon \$ oldu.

Öte yandan, bütün bu olumlu gelişmelerin aracı kurumlarımıza gecikerek yansımalarını görüyoruz. Örneğin, 2005 yılında üye sayımızda 5 adetlik bir azalma daha yaşadık. Sektörde çalışan sayısındaki düşüş durmuş olsa da, halen daha 2004'ün altındayız.

Bununla beraber, elimizdeki en son verilere bakarak aracı kurumlarımızın mali durumlarında hafif de olsa bir iyileşme görmek sevindirici. Haziran 2005 itibarıyla aracı kurumlarımızın aktif büyüklüğü 2,1 milyar YTL'yi, ödenmiş sermayeleri 664 milyon YTL'yi ve net karları 114 milyon YTL'yi bulmuş durumda. Yılın ikinci yarısında sonuçların çok daha iyileşeceğini bekliyoruz. 2006 yılının çok daha parlak gelişmelere sahne olmasını umuyoruz.

Bu vesileyle, Birliğimizin yönetim ve denetim kurulları ile çalışanları adına, **gündem** okurları ve sektör mensuplarımızın Kurban bayramını en iyi dileklerle kutlar, mutluluklar dilerim.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBİLEK
BAŞKAN

Birlik'ten Haberler...



Komisyon Uygulaması Kararı Açıklandı

Sermaye Piyasası Kurulu, 29 Aralık 2005 tarihli toplantısında, komisyon uygulamaları ile ilgili ortaya çıkan bazı tereddütlerin giderilmesi amacıyla bazı kararlar aldı.

Buna göre, Kurul'un 14 Ekim 2005 tarihli kararı çerçevesinde, aracılık komisyonu oranı 2006 yılından itibaren aracı kurum ve müşteri arasında serbestçe belirlenebilecek. Bu çerçevede, haksız rekabete yol açmamak koşuluyla aracı kurumlar, komisyon iadesi uygulamasına devam edebilecekler.

Ayrıca, aracı kurumların promosyon uygulamalarına da açıklık

getirildi. Buna göre,

- konferans, seminer, forum, panel, yemek veya buna benzer etkinliklerde dağıtılan ve ekonomik değeri sembolik olan hatıra niteliğindeki hediyeler,
- ajanda, kalem, takvim gibi tanıtım amacına yönelik olarak hazırlanan ve ekonomik değeri sembolik olan reklam ürünleri,
- kitap, dergi, makale, CD, DVD veya buna benzer nitelikte olan ürünler,

promosyon kampanyası dışında kabul edilmektedir. Bu sebeple, bu tür promosyon uygulamaları için Kurul'a herhangi bir bildirim yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

Elektronik İmzaya İlişkin Görüşlerimiz SPK'da

Sermaye Piyasası Kurulu'nun koordinatörlüğünde yürütülmekte olan "Kamuyu Aydınlatma Platformu" kapsamında ve 5070 sayılı Elektronik İmza Kanununa uygun olarak hazırlanmış olan "Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı" Birliğimizce incelendi. Üyelerimizden gelen görüşler de dikkate alınarak oluşturulan önerilerimiz SPK'ya iletildi

2006 İçin Asgari Özsermaye Tutarları

Sermaye Piyasası Kurulu, 30 Haziran 2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, aracı kurumların asgari özsermaye tutarlarını yeniden belirledi. Maliye Bakanlığı, 2005 yılı için yeniden değerlendirme oranını %9,8 olarak açıkladı. Kurul ise asgari özsermaye tutarlarını, yeniden değerlendirme oranını yarısı kadar, %4,9 oranında artırdı. Yetki belgelerine göre belirlenen yeni asgari özsermaye tutarları tabloda sunulmaktadır.

Yetki Belgelerine Göre Gerekli Asgari Özsermaye Tutarları (YTL)		
Yetki Belgesi	2005	2006
Alım Satım Aracılığı	689,000	723,000
Halka Arza Aracılık	346,000	363,000
Repo-Ters Repo	346,000	363,000
Portföy Yöneticiliği	276,000	290,000
Yatırım Danışmanlığı	72,000	76,000
TOPLAM	1,729,000	1,815,000

Belge ve Kayıt Düzeni'ne İlişkin Önerilerimiz SPK'da

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V, No:6 sayılı "Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Tebliği"ne ilişkin görüş ve önerilerimiz Kurul'a iletilmiştir.

Tebliğ, müşteri emirlerinde zaman önceliği esasına uyulmasını amaçlamakta. Buna göre, "Müşteri Emirlerinin Alınması ve İzlenmesi" ile ilgili olarak, yazılı ve sözlü olarak alınan emirlerin bilgisayar ortamında Müşteri Emir Formu'na müteselsil sıra numarası izleyecek şekilde kaydedilmesi istenmektedir. Bununla beraber emirler, aracı kurum merkezinde bilgisayar ortamında düzenlenen Seans Takip Formu'na, zaman önceliği esasına göre otomatik olarak kaydedilecektir. Bu şekilde kaydedilen müşteri emirleri borsaya iletilirken, za-

man önceliği esasına uyulması için, tüm emirleri alınıp zamanına göre sıralayabilecek bir sistem altyapısının oluşturulması beklenmektedir.

Birliğimiz, emirlerde zaman önceliği kuralının, aracı kurum nezdinde emrin alındığı kaynağa göre belirlenmesi ve Seans Takip Formu'nun, emrin kabul edildiği merkez, merkez dışı örgüt, elektronik ortam, vs. bazında ayrı ayrı tutulmaya devam edilmesi yönünde görüş ve önerilerini Kurul'a iletmıştır.

Sayın Yavuz Tezeller'in Tezi Ödül Kazandı

Birliğimiz Yönetim Kurulu üyelerinden Sayın Dr. Yavuz Tezeller'in İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Finans Doktora Programı çerçevesinde hazırladığı

"Türkiye Sermaye Piyasalarında Pazar Etkinliği" konulu tezi, İktisadi Araştırmalar Vakfı tarafından Ünal Aysal ödülüne layık bulundu.

İktisadi Araştırmalar Vakfı, Türkiye'nin ekonomik ve mali sorunlarını tartışmak ve bu sorunlara çözüm üretmek amacı ile 1962 yılında kurulmuştur. Vakıf, yayınlanmamış doktora ve master tezlerinin değerlendirilmesine yönelik olarak "İktisadi Araştırmalar Vakfı Ünal Aysal Ödülü" vermektedir.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

21-22 Ocak 2006 tarihlerinde düzenlenecek olan lisanslama sınavlarına yönelik eğitimlerimiz 2005 yılının Aralık ayında tamamlandı. Aralık ayında düzenlenen eğitimler, Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar, Genel Ekonomi/Mali Sistem, Analiz Yöntemleri ve Finansal Yönetim modüllerine yönelikti.

Ayrıca, türev araçlar sınavına yönelik olarak, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlar, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma, Muhasebe, Takas ve Operasyon İşlemleri modüllerinde eğitimler yapıldı.

2006 yılının Ocak ayında ise, lisanslama sınavına yönelik eğitimlerden Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz eğitimlerinin 16-18 Ocak tarihlerinde yapılması planlanmakta.





Lisans Yenileme Eğitimleri

Birliğimiz, Ocak 2006'dan itibaren Lisans Yenileme Eğitimleri düzenlemeye başlayacaktır.

Bu çerçevede, yenileme eğitimlerine girmesi gereken katılımcılara Kasım ayında hatırlatma ve davet e-postaları gönderilmiştir. Gönderilen mesajlar, Temel Düzey'de 1.433, İleri Düzey'de 485, Türev Araçlar'da 50, Değerleme Uzmanlığı'nda 32, Takas ve Operasyon'da 190 olmak üzere toplamda 2.190'a ulaşmıştır.

Lisans Yenileme Eğitim başvuruları, Birliğin internet sitesinde (www.tspakb.org.tr) bulunan Sicil Tutma Sistemi üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Başvuru işlemlerine ilişkin açıklamalara, sitemizde Lisanslama ve Sicil Tutma ve Eğitim/Tanıtım bölümlerinde yer alan Sıkça So-

rulan Sorular ve "Lisans Yenileme Eğitimlerine Başvuruda Yapılacak İşlemler" linklerinden ulaşılabilmektedir.

18 Ocak 2006 tarihinden itibaren düzenlenecek olan Lisans Yenileme Eğitimlerinin detayları tabloda yer almakta olup, üyelerimizin talepleri ve sektörün ihtiyaçları doğrultusunda sonraki dönemlerde de aylık olarak planlanıp ilan edilecektir.

2005 Eğitim İstatistikleri

Eğitim Türü	Eğitim Sayısı	Katılımcı Sayısı
SPF Temel Düzey	12	196
SPF İleri Düzey	13	249
Türev Araçlar	9	131
VOB Eğitimleri	24	475
Mesleki Gelişim	8	230
Kuruma Özel	5	127
TOPLAM	71	1,408

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Ocak 2006 döneminde yapılması planlanan mesleki gelişim eğitimlerimizin detayları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Eğitimlerimize başvurular, eğitim başlama tarihinin 3 gün öncesine kadar devam etmekte ve bireysel başvurular da kabul edilmektedir.

2005 yılında düzenlediğimiz eğitimlere ilişkin istatistik veriler ise yukarıdaki tabloda sunulmaktadır.

Lisanslama ve Sicil Tutma Faaliyetleri

Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı 17.393

Ocak 2006 Dönemi Lisans Yenileme Eğitimleri

Eğitim Türü	Eğitim Tarihi	Süre	Ücret
Türev Araçlar	18 Ocak	1 gün	150 YTL
SPF Takas ve Operasyon İşlemleri	20 Ocak	2 saat	25 YTL
Değerleme Uzmanlığı	26 Ocak	1 gün	150 YTL
SPF Temel Düzey	27/29 Ocak	1 gün	100 YTL
SPF İleri Düzey	28 Ocak	1 gün	150 YTL

Ocak 2006 Mesleki Gelişim Eğitimleri Eğitim Programı

Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Süre
3-5 Ocak 2006	Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar: Fiyatlama, Korunma ve Risk Yönetimi	3 gün
19-20 Ocak 2006	Türev Ürünler ve Uygulamaları – İleri Düzey	2 gün

kişiyi bulmuştur. Birliğimize ulaşan başvurulardan lisans belgesi düzenlenenlerin sayısı ise 4.301'e ulaşmış olup, dağılımı tabloda yer almaktadır.

Seminerler

2005 yılının Kasım ayında başladığımız seminerler dizisine, 24 Ocak 2006 tarihinde, 17:00-19:00 saatleri arasında, Birlik Merkezi'nde düzenlenecek olan "Finansal Uygulamalarda Veri Madenciliği" konulu seminerle devam ediyoruz. Seminer, İstanbul Teknik Üniversitesi Bilişim Enstitüsü İleri Teknolojiler Programı'nda doktora çalışmalarını sürdürmekte olan ve aynı zamanda InforSense-Türkiye'de veri madenciliği uzmanı olarak görev yapan Sayın Ali ALKAN tarafından verilecektir. Ücretsiz olan seminere katılım, herkese açıktır.

Lisans Türü	Kazanılan	Başvurulan	Onaylanan
	Lisans	Lisans	Lisans
SPF Temel Düzey	9,926	3,855	2,252
SPF İleri Düzey	3,239	1,863	1,234
Türev Araçlar	952	382	330
Değerleme Uzmanlığı	308	268	272
SPF Takas ve Operasyon İşlemleri	639	235	203
Kredi Derecelendirme Uzmanlığı	6	5	5
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	12	5	5
Toplam	15,082	6,613	4,301

2005 Yılında Borsa Dışı İşlemler	En Düşük En Yüksek		Ortalama	Adet	Hacim
	Fiyat	Fiyat			
Göltaş Çimento	11	11	11	925	10,175
Toplam	11	11	11	925	10,175

Kaynak: TSPAKB

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

2005 yılının Aralık ayında, Borsa Dışı Piyasada bulunan 13 hisse senedinin hiçbirinde işlem gerçekleştirilmemiştir.

2005 yılının tamamında ise, sa-

dece 2 Eylül 2005 tarihinde Göltaş Çimento hisse senedinde bir işlem gerçekleşmiştir. İşlemin detayı tabloda sunulmaktadır.

Borsa dışı işlemlerin başladığı 19 Ağustos 2002 tarihinden 28 Aralık 2005 tarihine kadar ulaşılan toplam işlem hacmi ise 280.535 YTL olmuştur.

AYIN İNCELEME KONUSU

Alternatif Yatırım Araçları



Ekin Fıkrkoca
Araştırma ve İstatistik

Bu sayımızda, dünyada yaygın olarak kullanılan, fakat Türkiye’de fazla tanınmadığını düşündüğümüz alternatif yatırım araçlarını incelemekteyiz. Çalışmamızda aşağıdaki kavramları tanıtmayı amaçladık;

- Koruma Fonları (Hedge Funds)
- Finansal Ortaklıklar
 - Girişim Sermayesi Yatırımları (Venture Capital)
 - Özel Sermaye Yatırımları (Private Equity)
- Kredi Türevleri
 - Kredi Takas Sözleşmeleri (Credit Default Swaps)
 - Teminatlı Borçlanma Araçları (Collateralized Debt Obligations)

HEDGE FONLAR

Hedge fonlar, herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmayan, bu sayede pek çok farklı yatırım aracını kullanabilen özel fonlardır. Bu fonlar, yatırım fonları gibi birden çok yatırımcının tasarrufunu temsil eder ve önceden belirlenen stratejileri çerçevesinde çok çeşitli finansal enstrümanlar kullanarak ya-

tırım yapar. Hedge fonların normal yatırım fonlarından temel farkı, açığa satış yapabilme ve borçlanabilme olanaklarıdır.

Yurtdışında “hedge fund” olarak bilinen fonlar, Türkçeye “korunma fonu” olarak çevrilebilmektedir. Fakat, bu fonlar artık korunma (hedge) işlemlerine ağırlık vermemektedir. Bu sebeple, yanlış çağrışımlara yol açmamak için, bu çalışmada bu araçlar “hedge fon” olarak adlandırılacaktır.

İlk hedge fon, 1949 yılında Alfred Winslow Jones tarafından kurulmuştur. Menkul kıymetlere yatırım yapan bu fon, aynı anda bu pozisyonlarını riske karşı korumak (hedge) için açığa satış yapmış ve borçlanmıştır. Zaman içinde hedge fonlar, yatırım araçlarını daha fazla çeşitlendirmiştir. Günümüzde hedge fonlar, riskten korunma stratejilerini dahi uygulayabilmektedir.

Hedge fonlar genelde agresif olarak yönetilir ve spekülatif fırsatlardan yararlanmayı amaçlar. “Hedge” kelime anlamı olarak riske karşı korunma işlemlerini ifade etse de, hedge fonlar artık temel olarak bu amaca hizmet etmemektedir.

Hedge fonlar kendilerine yatırım yapan yatırımcılarına mutlak getiri sağlamayı hedefler. Bu amaçla aşağıdaki işlemleri yapabilmektedirler:

- Açığa satış,
- Arbitraj,
- Riskten korunma işlemleri,
- Borç alınan kaynakla yatırım (kaldıraç),
- Tek bir piyasa veya ihracçıda yoğunlaşma,
- Vadeli işlem ve opsiyon alım-satımı,
- Uluslararası piyasalara yatırım.

Bu çeşitlilik özelliği dolayısıyla hedge fonlar, özellikle düşüş trendlerinde normal yatırım fonlarına kıyasla daha iyi getiri sağlayabilmektedir.

Hedge fonlara varlıklı ve nitelikli yatırımcılar yatı-

rım yapmaktadır. Hedge fonlarda yatırımcı sayısı genelde en fazla 100 kişiyle sınırlı olmaktadır. Katılımcılar arasında sigorta şirketleri, üniversite veya vakıflar, emeklilik fonları, bankalar gibi kurumsal yatırımcılarla beraber, varlıklı gerçek kişiler de bulunmaktadır.

Yatırımcıların bu fonlara yapabileceği en düşük yatırım tutarları 1 milyon \$ civarındadır. Bu seviye, hedge fonların sayısının artması ile yoğunlaşan rekabet sonucunda giderek düşmektedir. Hedge fonlar, asgari katılım seviyelerini düşürerek daha çok yatırımcıya hitap etmeye çalışmaktadır. Bununla beraber katılımcıların nitelikli yatırımcı olarak tanınmalarını sağlayacak yasal limitlerin altına da inmemektedirler.

Bu fonlar, herkese açık olmadığından, kısacası halka arz edilmediğinden, yasal sınırlamaları daha esneklerdir. Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve diğer bildirim yükümlülükleri konusunda daha düşük yaptırımlara tabidirler. Bu sebeple de hedge fonlar hakkında düzenli ve toplu verilere erişmek zor olmaktadır.

Hedge fonlar, fon yönetimi ile yatırımcılar arasında anlaşılan sözleşmede yer alan temel stratejiler çerçevesinde yönetilir. Kullanılan bazı stratejiler aşağıda sunulmuştur.

Piyasadan Bağımsız Stratejiler

Piyasadan bağımsız stratejilerde fon yöneticisi, genel piyasa hareketlerinden kaynaklanan fiyat dalgalanmalarını ortadan kaldırmayı ister. Piyasa riskini almak istemez.

- 1. Hisse Senedi Piyasasından Bağımsız:** Fon yöneticisi, fiyat artışı beklediği hisse senetlerinde uzun, fiyat düşüşü beklediği senetlerde ise kısa pozisyon tutar. Böylece, net hisse senedi pozisyonu küçük olduğundan, portföy piyasa volatilitésinden en az düzeyde etkilenir. Diğer bir deyişle, piyasa riskini ortadan kaldırıp, hisse senedinin spesifik riskini baz alacak şekilde yatırım yapılır.
- 2. Olay Bazlı:** Fon yöneticisi, fiyatı kısa vadede önemli ölçüde değiştirebilecek bir olayın olaca-

ğını düşündükleri menkul kıymetlere yatırım yapar. Bu olaylar, iflas, yeniden yapılanma, kredi notu değişimi, kâr sürprizleri gibi konularda olabilir. Olaya dayalı stratejiler arasında aşağıdakiler yaygındır.

a. Sorunlu Menkul Kıymetler: Fon yöneticisi, yakın gelecekte iflas etmesi beklenen bir şirkette borç veya özsermaye yoluyla kısa veya uzun vadeli pozisyon alabilir. Örneğin, iflas beklentisi olan bir şirketin borcunu yüksek bir iskontoyla satın alıp, şirketin tasfiyesinde bu borcu aldığından daha yüksek bir değerle elinden çıkarabilir. Veya, şirket iflas yerine başarılı bir şekilde yeniden yapılanmaya giderse, artan karlılıktan faydalanabilir.

b. Birleşme Arbitrajı: Birleşmesi beklenen iki şirkete yatırım yapılabilir. Fon yöneticisinin, satın alınacak şirkette uzun pozisyon alıp, satın alan şirkette kısa pozisyon alması sık rastlanan bir stratejidir.

3. Arbitraj: Fon yöneticisi, piyasadaki dengesizlikleri tespit ederek, uzun ve kısa pozisyonlar olarak bunlardan faydalanabilir. Bu stratejide de temel olarak uzun pozisyonlar karşılığında kısa pozisyonlar yaratılır ve piyasa riski ortadan kaldırılır. Arbitraj stratejileri arasında aşağıdakiler bulunmaktadır.

a. Dönüştürme Arbitrajı: Fon yöneticisi, bir şirketin hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetini alıp, o şirketin hisse senedini açığa satabilir. Bu şekilde, hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetin fiyatının, hisse senedi fiyatına göre gerçekleşen sapmalardan faydalanmayı amaçlar.

b. SGMK Arbitrajı: Fon yöneticisi, sabit getirili menkul kıymetler ile bunlara dayalı türevler üzerinde karşıt pozisyonlar olarak, menkul kıymetle türev arasındaki fiyat sapmalarından faydalanır.

c. İstatistiksel Arbitraj: Fon yöneticisi, belirli menkul kıymetlerin tarihi fiyat verilerini göz önüne alarak matematiksel bir model oluşturur. Menkul kıymetin piyasa fiyatı ile modelin hesapladığı "olması gereken" fiyat arasında oluşan farka göre alım/satım kararı verir.

Uzun/Kısa Pozisyonlu Hisse Senedi Stratejileri

Bu bölümdeki stratejiler hisse senedi yatırımlarını baz almaktadır.

- 1. Agresif Büyüme:** Bu stratejide hisse başına karlılığını hızla artıran veya artırması beklenen şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılır. Yatırım kararı temel analiz bazlıdır, fakat yatırım zamanlamasında teknik analiz kullanılabilir.
- 2. Fırsatçı:** Fon yöneticisi, sabit bir yatırım politikası ve hisse senedi seçme prosedürüne bağlı kalmaz. Mevcut piyasa koşullarından ve yatırım fırsatlarından azami derecede faydalanmayı amaçlar. Bunun haricinde, yatırım yapılacak araç kısıtı vs. bulunmaz.
- 3. Açığa Satış:** Fon yöneticisi, düzenli olarak aşırı değerlendirilmiş hisse senetlerini tespit etmeye çalışır ve fiyatının düşeceğini tahmin ettiği menkul kıymetleri açığa satarak kar elde etmeyi hedefler.
- 4. Değer Bazlı:** Fon yöneticisi, kendi değerlendirme modelini kurar ve hisse senetlerinin "olması gereken" değerini hesaplar. Buna göre, değerinin artacağını düşündüğü menkul kıymette uzun, değerinin düşeceğini düşündüğü menkul kıymette kısa pozisyon alır.

Piyasa Yönü Bazlı Stratejiler

Bu strateji grubunda fon yöneticisi, menkul kıymetleri değerlendirmekten ve menkul kıymet bazında fiyat hareketlerini tahmin etmeye çalışmak yerine, genel piyasanın yönünü tahmin etmeye çalışır ve ona göre pozisyon alır.

- 1. Vadeli İşlemler:** Fon yöneticisi, global hisse senedi, faiz, döviz ve emtia piyasalarının yönü hakkında tahminlerde bulunur. Beklentileriyle uyumlu olarak vadeli işlem kontratlarını kullanarak pozisyon alır ve kar etmeye çalışır.
- 2. Makro:** Fon yöneticisi, global ekonomik beklentiler çerçevesinde yatırım kararı alır. Hisse senedi türevleri, faiz, yabancı paralar ve emtia

üzerine işlem yapılabilir.

- 3. Piyasa Zamanlaması:** Fon yöneticisi, genel piyasanın kısa vadeli yönü konusunda bir tahminde bulunur. Beklentilerine göre yatırımlarını, çeşitli piyasalar veya piyasa bölümleri arasında değiştirir. Genel olarak, yatırım fonları ile para piyasası araçları arasında değişimler yapılır.

Özel Stratejiler

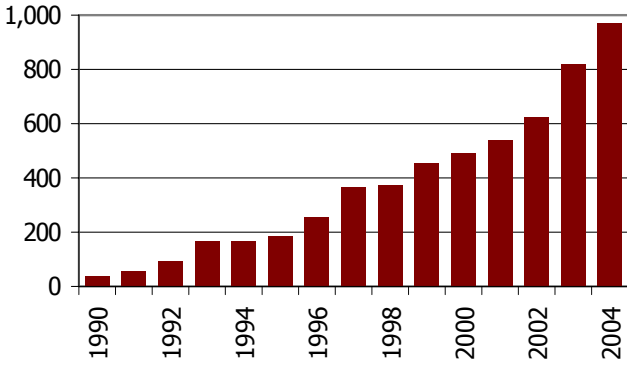
- 1. Gelişmekte Olan Piyasalar:** Fon yöneticisi, Türkiye, Rusya, Brezilya vb. gibi gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında, her türlü yatırım aracıyla yatırım yapar.
- 2. Sektör Bazlı:** Fon yöneticisi, belirli bir sektörde tüm yatırım araçlarıyla işlem yapar.

Hedge fonlara yatırım yapan kişiler yatırımlarını istedikleri anda geri alamamaktadırlar. Pek çok fonda, ilk yatırım yapıldıktan sonra belirli bir süre yatırılan tutar geri çekilememektedir.

Hedge fonların yönetim komisyonu, genel olarak normal yatırım fonlarına kıyasla daha yüksektir. Genelde yıllık %1-2 civarında bir sabit komisyonla beraber, getiri üzerinden de %20 civarında komisyon kesilmektedir.

Hedge Fonları Fonu ("fund of hedge funds" veya kısaca "fund of funds"), hedge fonlarına yatırım yapan bir fondur. Hedge fonlardan farklı olarak, bu fonlar genelde kayıt altında olup, bireysel yatırımcılara da satılabilirler. Bu fonlara asgari katılma payları hedge fonlara kıyasla daha düşük olup, yatırımcı sayısı sınırı da bulunmamaktadır.

"Hedge fonları fonu", yatırım portföyünü çeşitlendirme avantajı sunmaktadır. Böylece, bir hedge fonun başarısızlığı toplam portföyü çok fazla etkilememektedir. Öte yandan, bu fonlarda yer alan hedge fonlardan kesilen komisyonların yanı sıra, hedge fonları fonu yöneticisi de ayrı bir portföy yönetim komisyonu almaktadır. Dolayısıyla yatırımcı, iki defa portföy yönetim komisyonu ödemektedir. Hedge fonları fonu, yaklaşık %1-2'lik sabit bir komisyonla beraber, %10 civarında da

Hedge Fon Varlıkları (Tahmini-milyar \$)

Kaynak: HFR

getiri üzerinden komisyon alabilmektedir. Hedge fonları fonu, doğrudan hedge fon alması hukuki veya vergisel açıdan mümkün olmayan bireysel ve kurumsal yatırımcılar için bir fırsat sunmaktadır.

Hedge fonlar, mevzuat yükümlülükleri açısından esnek yapılaraya sahip olduklarından yolsuzluklara rastlanabilmektedir. Şeffaflığın sınırlı olduğu bu alanda, kötü niyetli fon yöneticileri "Ponzi oyunu" olarak tabir edilen saadet zinciri tipi yapılanmalara başvurabilmektedir. Diğer bir deyişle, fona yeni para girişleri eski yatırımcılara getiri olarak sunulurken, fon başarılı gösterilebilmektedir.

Her ne kadar iyi yönetildiği görülse de, unutulmalıdır ki, hedge fonları riskli yatırımlardır. Örneğin, yönetim kurulunda Nobel ödüllü iki ekonomistin de bulunduğu Long-Term Capital Management, 1998 Rusya krizinin ardından 4,6 milyar dolar kaybetmiştir. Bu zararın tüm finansal sistemi tehdit etmemesi için, ABD Merkez Bankası FED'in öncülüğünde Amerikan bankaları, 3,65 milyar dolarlık bir kredi paketiyle fonun ayakta kalmasını sağlamıştır. Fon, 2000 yılında tasfiye olmuştur.

Öte yandan bu fonların likiditesi hayli düşüktür, yatırımcı istediği zaman bu fonlardan çıkamayabilir. Genel olarak, yapılan sözleşme gereğince, yatırım yapıldıktan sonraki ilk sene yatırımcı parasını geri çekemez.

Fon stratejilerinin çeşitliliği, yasal sınırlamalara tabi olmayışı, likit olmayan varlıklara yatırım yapabilmeleri ve kısıtlı sayıda yatırımcılara hitap etmeleri, aynı zamanda hedge fonlarla ilgili toplu veri bul-

ma imkanını da sınırlamaktadır. Hedge fonlarla ilgili birkaç veri tabanı bulunmaktadır. Ancak, bu veri tabanlarının tüm hedge fonları kapsadığı söylenemez. Yine de bu veri tabanlarının sunduğu, performans endeksleri, izlenen strateji, portföy büyüklüğü gibi veriler bulunabilmektedir.

Bu veri tabanlarından biri olan Hedge Fund Research'e (HFR) göre, 1990 yılında 40 milyar \$ civarında olduğu tahmin edilen hedge fon varlıklarının, 2004 yılı sonu itibariyle 1 trilyon \$'a yaklaştığı düşünülmektedir. Hedge fon sayısının ise 10.000'i aştığı tahmin edilmektedir.

Hedge fonların büyüklüğü, gelişmekte olan piyasalarla karşılaştırıldığında önemli olmakla beraber, gelişmiş sermaye piyasalarına kıyasla henüz küçüktür. Hedge fonların piyasa likiditesine ve etkinliğine katkıda bulunduğu kabul edilmektedir. Öte yandan, bu fonların kullandıkları kaldıraç etkisi dolayısıyla, mali piyasadaki sistemik riski arttırdıkları da ileri sürülmektedir.

FİNANSAL ORTAKLIKLAR

Finansal ortaklıklar, gelişme potansiyeli olan firmalara uzun vadeli finansman sağlamanın yanı sıra, yönetim açısından da destek verilmesini içeren modellerdir. Bunlardan en bilinenleri girişim sermayesi (venture capital) ve özel sermaye yatırımlarıdır (private equity). Girişim sermayesi, aynı zamanda risk sermayesi olarak da adlandırılabilir.

Bu yatırımlarda, şirketlere özsermaye veya benzeri kaynak sağlanmakta, ve yatırımcıların şirket yönetiminde temsil edilmesi sağlanmaktadır. Özel sermaye yatırımları ile girişim sermayesi yatırımları arasındaki fark çok belirgin değildir. Ancak, genelde girişim sermayesi yatırımları daha çok başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırım yaparken, özel sermaye yatırımları genelde daha ileri aşamadaki şirketlere fon sağlamaktadır.

Girişim sermayesi ve özel sermaye yatırımları, ortaklık şeklinde örgütlenir ve yatırım fonları gibi çalışır. İfade kolaylığı açısından, bu bölümde bu yatırımlar, girişim sermayesi fonları ve özel sermaye

fonları olarak adlandırılmaktadır. Fakat, bu yapının şirket şeklinde kurulabileceğini de vurgulamak gerekmektedir.

Girişim sermayesi, büyüme potansiyeli arz eden, başlangıç aşamasındaki veya küçük ölçekli firmalara sağlanan uzun dönemli finansmanı ifade etmektedir. Girişim sermayesi, bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar veya yatırım bankaları tarafından sağlanabilir. Bu "girişim sermayedar"ları (venture capitalist), firma kararlarında da söz sahibi olur. Bu tür yatırımların risk seviyesi ile beraber, getiri potansiyeli de yüksektir.

Girişim sermayesi yatırımı, imtiyazlı hisse senedi, veya hisse senedi ve borç birleşimi şeklinde olabilir. Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller de sıklıkla kullanılmaktadır. Girişim sermayesi yatırımı yapanlar, genelde belirli bir dönem sonunda elleindeki menkul kıymetleri satarak bir şirketteki yatırımlarını sonlandırmayı planlarlar. Hisse senedi yatırımlarında, şirket halka arz edilerek de yatırım sonlandırılabilir.

Genelde bu yatırımlar teknoloji, biyoteknoloji gibi hızla gelişen sektörlerde yapılmaktadır ve riskli yatırımlardır. Dolayısıyla, girişim sermayesi yatırımı yapanlar genelde riskleri sektörel ve bölgesel olarak dağıtmaya çalışırlar. Girişim sermayedarları, yatırım stratejilerine göre belirli birkaç sektöre veya coğrafi bölgeye odaklanabilir. Ancak böyle sınırlamaları olmayabilir de.

Öte yandan, yatırım yapılan şirketlerin içinde bulunduğu aşamaya göre de bir sınıflandırma yapılabilmektedir. Temel olarak bu aşamalar, çekirdek (seed), başlangıç (start-up), erken aşama (early stage), büyüme (expansion) ve ileri aşama (later stage) olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, şirketin bir başka şirketle birleşme sürecinde de risk sermayedarları fon sağlayabilirler.

Girişim sermayesi fonlarının yönetiminde, yatırım yapılan şirkete benzer şirketlerde görev yapmış yöneticiler yer alabilmektedir. Genelde, yatırım yapılan şirkette, geçici bir süre için bu fonların temsilcisi olan bir kişi istihdam edilir. Temsilci, şirketin fikirlerini geliştirmesinde yardımcı olur.



Kaynak: KOBİ A.Ş.

Girişim sermayesi ve özel sermaye fonları, hedge fonlar gibi kayıtlı olmayan yatırım araçlarıdır. Katılımcı sayıları birkaç kişiden 100 kişiye kadar çıkabilmektedir. Bu araçlara yatırım yapanlar, emeklilik fonları, vakıflar, sigorta şirketleri ve diğer kurumsal veya bireysel yatırımcılar olabilmektedir.

Girişim sermayesi veya özel sermaye fonlarının yatırımcıları, genel olarak fonun ömrü boyunca yapacağı yatırım tutarına önceden karar verirler. Bir anlamda taahhütte bulunurlar. Yatırımcılar, yeni bir yatırım imkanı doğduğunda çağrı üzerine sermaye yatırır. Fon yöneticisi genelde fonun ortağıdır. Yatırım şartları ve stratejileri fonun ana sözleşmesinde yer alır.

Özel sermaye ve girişim sermayesi fonları uzun vadeli yatırımlardır ve likiditesi hayli düşüktür. Yatırım süresi genelde en fazla 10 yıl ile sınırlı olmaktadır.

Özel sermaye veya girişim sermayesi yatırımlarında, fon yöneticisine genel olarak yıllık %2 civarında sabit bir yönetim payı ile, karın %20'si kadarı ödenmektedir. Bu fonlarda fon yöneticisinin de payı olduğundan, yatırımları doğru alanlara yönlendirmek ve kar etmek için güçlü bir teşvik bulunmaktadır.

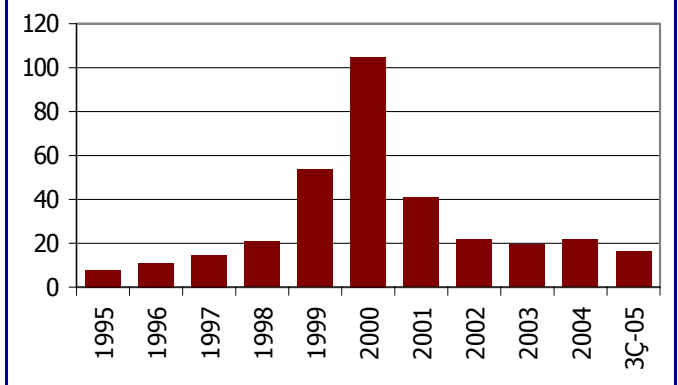
Ayrıca, hedge fonlarda olduğu üzere, birden fazla girişim sermayesi fonuna yatırım yapan fon fonları (fund of funds) da mevcuttur.

Pazar Büyüklükleri

1990'lı yıllarda pek çok girişim sermayesi yatırımı internet şirketlerine yönelmiştir. Ancak, 2000 yılında Nasdaq'ta başlayan düşüş, girişim sermayesi ve özel sermaye yatırım fonlarını son derece olumsuz etkilemiştir. Yine de, son dönemde benzer internet şirketlerinin başarılı performanslarıyla girişim sermayesi yatırımları canlanmıştır.

PriceWaterhouseCoopers, Thomson Venture Economics ve National Venture Capital Association'ın hazırladıkları MoneyTree adlı çalışmaya göre, ABD'de girişim sermayesi yatırımları 2005 yılının ilk dokuz ayında 16 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 2000 yılında 105 milyar

ABD'de Finansal Ortaklık Yatırımı (myr \$)



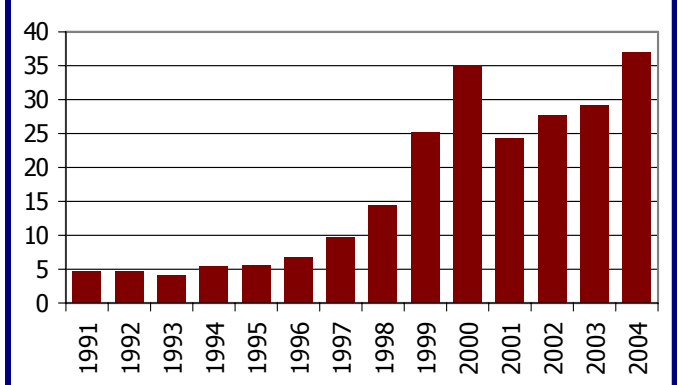
Kaynak: MoneyTree

doları bulan girişim sermayesi yatırımları, 2003 yılında 20 milyar dolara kadar inmiştir. 2004 ve 2005 yıllarında ise bir canlanma gözlenmektedir. 2005 yılı sonunda toplam rakamın 2002 yılında kaydedilen 22 milyar doların üzerine çıkması beklenmektedir.

Avrupa kıtasında ise, European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) verilerine göre, 2004 yılında finansal ortaklık yatırımları için toplanan fon tutarı, 2000 yılından beri en yüksek seviyesine çıkarak 27,4 milyar avro olmuştur. Bu tutarın %37'sine denk gelen 10,1 milyar avro kısmı bu konuda çok aktif olan İngiltere piyasasından kaynaklanmıştır. İkinci sırada 3,7 milyar avro ile (toplamın %13'ü) İsveç, üçüncü sırada ise 3,2 milyar avro ile (toplamın %12'si) Hollanda gelmektedir.

Bu fonların yatırımcıları açısından bakıldığında ise, ilk sırada bankalar (5,1 milyar avro), ikinci sırada

Avrupa'da Finansal Ortaklık Yatırımı (myr €)



Kaynak: EVCA

emeklilik fonları (4,5 milyar avro) gelmektedir. EV-CA verilerine göre, finansal ortaklık yatırımları için toplanan fon tutarı 2004 yılında 27,4 milyar avroyu bulurken, yapılan toplam yatırım tutarı 35 milyar avro olmuştur.

Türkiye’de Mevcut Durum

Türkiye’de bu sektör, girişim sermayesi kavramıyla mevzuatta yer almaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve esas olarak sermaye ve faiz kazancı elde etmek amacıyla girişim sermayesi yatırımı yapan halka açık anonim ortaklıklardır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kazançları, kurumlar vergisi ve gelir vergisinden istisnadır. Bu anlamda Türkiye’de kurulu iki girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir. Bunlar, Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı’dır.

Vakıf Girişim, sektördeki ilk şirket olup, 1996 yılında kurulmuştur. Halihazırda ödenmiş sermayesi 900.000 YTL’dir. İş Girişim ise 2000 yılında kurulmuştur. Türkiye’nin teknolojik altyapısının geliştirilip güçlendirilmesini hedefleyen Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı’nın ortakları arasında bulunduğu İş Girişim’in ödenmiş sermayesi 22,5 milyon YTL’dir.

Vakıf ve İş Girişim haricinde, 20 milyon YTL sermayeli KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, yerel ticaret ve sanayi odaları ile TOBB ve KOSGEB işbirliğiyle 2003 yılı sonunda kurulmuş olup, küçük ve orta ölçekli işletmelere girişim sermayesi sağlamayı hedeflemektedir.

Finans Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ise, 2004 yılında 5 milyon YTL sermaye ile kuruluş izni almıştır. Henüz bir yatırımı bulunmamaktadır.

Öte yandan, yatırım ortaklığı statüsünde olmayan özel şirketler de bu faaliyetlerde bulunmaktadır. Bunlar arasında, Esas Holding, iLab gibi firmalar yer almaktadır. Bunun dışında telekomünikasyon ve bilişim sektörlerinde faaliyette bulunan bazı firmalar da kendi sektörlerindeki projelere destek olmaktadır.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları			
	2002	2003	2004
GSYO Sayısı	1	1	2
Portföy Değeri (mn. YTL)	3,8	4,1	147
Piyasa Değeri (mn. YTL)	4,2	4,3	85
Varlık Dağılımı	100%	100%	100%
Girişim Sermayesi Yatırımı	62%	58%	65%
Ters Repo	0%	0%	0%
Menkul Kıymetler	17%	42%	35%
Diğer	21%	0%	0%

Kaynak: SPK

Ayrıca, aralarında International Finance Corporation, European Investment Bank, Almanya ve Hollanda kalkınma bankaları, bir Yunan bankası ile Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı’nın da olduğu Turkven, sadece kurumsal yatırımcılardan oluşan 44 milyon dolar tutarında bir fonun yöneticisidir.

KREDİ TÜREVLERİ

Kredi türevleri, 90’lı yılların ortasında hacim olarak önemli hale gelmeye başlamıştır. Bu enstrümanların ilk ortaya çıkışı, bankaların ve diğer finansal kurumların kredi riskinden korunma isteklerinden kaynaklanmıştır. Kredi riski, sadece banka kredisi riskini değil, aynı zamanda tahvil, bono gibi borçlanma enstrümanlarının ödenmeme riskini de ifade etmektedir.

Kredilerde her zaman borcun zamanında ve tam olarak geri ödenmemesi riski bulunmaktadır. Faiz ödemeleri veya anapara ödemelerinde bir aksama olabilir. Bu riskten korunmak üzere kredi türevleri kullanılabilir. Kredi türevleri, kredi riski ile kredi portföyünü ayırmaya imkan tanımaktadır ve bir risk transfer aracıdır. Kredi türevleri, bu işlevin haricinde yatırım amacıyla da kullanılmaya başlanmıştır. Bu bölümde kredi türevlerinin iki çeşidi olan Kredi Borcu Takas Sözleşmeleri ve Teminatlı Borçlanma Araçları incelenmektedir.

Kredi türevleri, tezgahüstü piyasada işlem görmekte olup, özel durumlara uygun şekilde tasarlanabilmektedir. Kredi derecelendirme kurumlarının verdiği şirket veya ülke kredi/tahvil notları, kredi türevlerinin fiyatlamasında önemli rol oynamaktadır.

Kredi Borcu Takas Sözleşmeleri

Kredi borcu takas sözleşmeleri (credit default swap), en çok kullanılan kredi türevlerindedir.

Bu sözleşmelerde, referans bir menkul kıymet üzerine (genelde özel sektör tahvil/bonosu) koruma satın alan taraf, koruma satan tarafa dönemsel bir prim ödemesi yapmaktadır. Prim tutarı genelde referans varlığın nominal değerinin belirli bir yüzdesi olarak belirlenir.

Bu ödemenin karşılığında referans menkul kıymetin vadesi gelmeden, bu menkul kıymetle ilgili bir risk gerçekleştiği takdirde, koruma satan taraf koruma alan tarafa bir ödeme yapar ve kontrat sona erer. Bu ödeme tutarı ise önceden taraflar arasında referans menkul kıymetin fiyatı göz önüne alınarak belirlenmiştir.

Riskin gerçekleşmesine örnek olarak, tahvilin şirket tarafından vadesinde ödenmemesi veya borçta yeniden yapılandırmaya gidilmesi gösterilebilir. Yapılan ödeme genelde, referans menkul kıymetin piyasa fiyatı üzerinden gerçekleşir. Herhangi bir risk meydana gelmediği takdirde sözleşme, süre sonunda herhangi bir ödeme olmadan sona erer.

Kredi takası bir çeşit sigorta işlemidir ve bir örnek ile daha açık hale gelecektir. A bankası bir şirketin tahvillerini teminat olarak almıştır. Fakat bu tahvilin zamanında ödenmeyeceğinden çekinmektedir. Riskini transfer etmek için B bankası ile anlaşır. B bankası, bu şirketin tahvilinin ödenmeme riskini önümüzdeki 3 ay için üstlenecek, karşılığında da tahvilin %1'i kadar prim alacaktır. Bu 3 ay içinde şirket, tahvil ödemesini yapmazsa, B bankası A bankasına borcun tamamını ödeyecektir. Ödemede sorun olmazsa, ödenen prim B bankasının karı olacaktır.

A bankası, riskini korumanın dışında, bu işlemde kar da edebilir. Örneğin, swap dönemi içinde ilgili

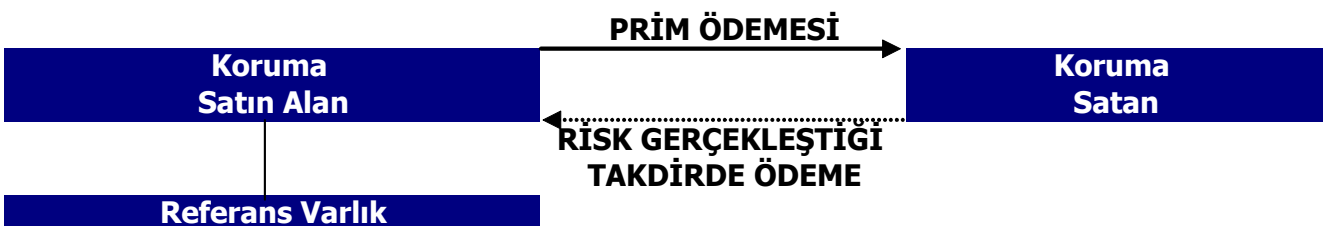
şirketin kredi notu düşürülürse, veya şirketle ilgili başka bir olumsuz gelişme olursa, bu şirketin borcu daha riskli hale gelecektir. Dolayısıyla bu şirketin riskinin korunması daha pahalı olacaktır. Örneğin, bu kredinin korunması artık %2 gibi bir primle yapılmaya başlanacaktır. Bu da A bankasının elindeki korumayı daha değerli hale getirecektir. %1 prim ödeyerek aldığı sözleşmeyi artık %2 prim talep ederek satabilecektir. Yatırımcıların kredi takası işlemleri, prim fiyatındaki değişim beklentileriyle yapılmaktadır.

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) istatistiklerine göre, G-10 ülkelerinde faaliyette bulunan büyük banka ve aracı kurumların tezgahüstü kredi takas sözleşmelerinin nominal değeri, 2005 yılının ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine kıyasla %60 artışla 10,2 trilyon \$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Teminatlı Borçlanma Araçları

Teminatlı borçlanma araçları (collateralized debt obligations-CDO), borçlanma enstrümanlarından oluşan bir portföyün menkul kıymetleştirilmesidir. Örneğin, A bankası çeşitli şirketlerin kredilerinden ve bonolarından oluşan bir portföye sahip olsun. Banka bu portföyü, sadece bu işlem için kurulan B şirketine devreder. B şirketi, farklı kredi derecelerine sahip borçlanma enstrümanları ihraç eder. Örneğin, AAA derecesinde tahvil, BB derecesinde tahvil ve hisse senedi ihraç eder. Bu ihraçtan elde ettiği geliri A bankasına, devraldığı portföyün karşılığı olarak verir.

Sonuç olarak, B şirketinin aktifinde bir kredi portföyü, pasifinde ise ihraç ettiği menkul kıymetler bulunur. B şirketi, kredi portföyünden elde ettiği nakit akışlarını borçlarını ödemekte kullanır. Borçları farklı risk derecelendirmesine sahip olduğundan, ortalama borçlanma maliyetinin kredi portföyünün ortalama getirisinden düşük olması hedeflenir.



Grafikte, örnek bir teminatlı borçlanma aracı ihraç sürecini sunuyoruz. International Finance Corporation'ın (IFC) da yatırım yaptığı bu modelde PIMCO şirketi, Santiago CDO Ltd. isimli bir şirket kurmuştur. Santiago CDO Ltd., A, B ve C sınıfı olarak ayrılan borçlanma senetlerini ihraç etmiş ve sermaye benzeri kredi temin etmiştir. İhraçtan elde ettiği 400 milyon \$ ile, gelişmekte olan ülkelere borçlanma araçlarına yatırım yapmaktadır.

Başka bir açıdan bakıldığında, halihazırda mevcut olan, gelişmekte olan piyasalardaki banka kredileri, özel sektör ve kamu borçlanma araçlarından oluşan bir portföy, kredi derecelerine göre dilimlere ayrılarak başka yatırımcılara sunulmaktadır.

Teminatlı borçlanma araçlarının sınıflara ayrılması, Moody's ve Standard & Poors derecelendirme şirketleri tarafından yapılmıştır.

Burada örneğin, Santiago CDO Ltd. A sınıfı bonolarını (pasifin %53'ü) LIBOR+%1, B sınıfı bonolarını (pasifin %17'si) LIBOR+%2, C sınıfı bonolarını (pasifin %8'i) LIBOR+%3 ile ihraç etmiş olsun. Santiago CDO Ltd.'in ortalama borçlanma maliyeti LIBOR+%1,42 olacaktır.

Eğer gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırımların, kısacası aktiflerin ortalama getirisi LIBOR+%3 ise, Santiago CDO Ltd. kar edecektir. Bu kar da sermaye benzeri kredi sağlayan kuruma (pasifin %22'si), borç verenlere göre daha yüksek bir getiri sağlayarak ödenecektir. Tam hesaplamak

gerekirse, sermaye benzeri kredi sağlayan kurumun getirisi LIBOR+%7,17 olacaktır.

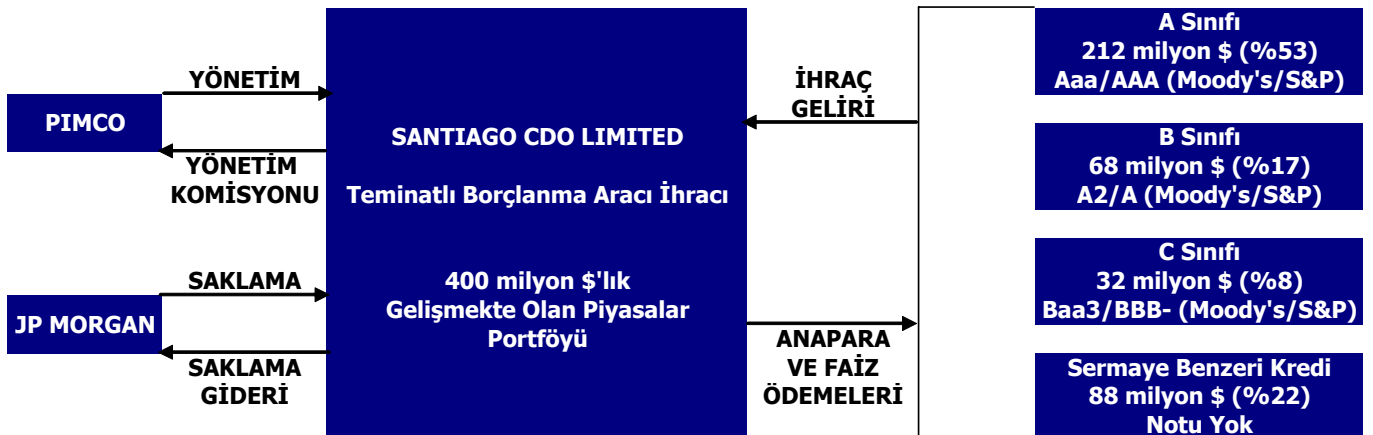
Öte yandan, eğer portföydeki araçlardan biri ödenmezse, öncelikle A sınıfı, sonra B sınıfı, sonra C sınıfı borçlar ödenecek, kalan tutar olursa o da sermaye benzeri kredi sağlayan kuruma verilecektir. Dağıtılabılır tutar olmazsa, önce sermaye benzeri kredi sağlayan kurum yatırdığı tutarı kaybedecektir. Sermaye benzeri kredi sağlayan kurum, bu tarz bir riski üstlenmektedir.

Teminatlı borçlanma araçlarında, teminat olarak adlandırılan varlıklar, yukarıda açıklanan alacak portföyüdür. Kredi, bono, tahvil veya başka borçlanma enstrümanlarından oluşabilir. Yalnızca kredi enstrümanlarından oluşan portföyler, teminatlı kredi aracı (collateralized loan obligation-CLO), yalnızca tahvillerden oluşan portföyler teminatlı tahvil aracı (collateralized bond obligation-CBO) olarak adlandırılır. Yatırımcılar, teminat olarak gösterilen menkul kıymetin riskini taşırlar.

Teminatlı borçlanma araçları çeşitli dilimler halinde ihraç edilir, böylece farklı yatırımcılara farklı risk ve vade seçenekleri sunarlar. Bu dilimler şöyle sınıflandırılabilir;

- Borç
- Ara finansman
- Özsermaye

Teminat olarak gösterilen menkul kıymetlerde bir risk gerçekleşmesi durumunda, öncelikli olarak ö-



Kaynak: IFC

deme, daha yüksek kredi dereceli olan borç ve ara finansman dilimlerine yapılır. Daha sonra ise, özsermaye bölümüne geçilir.

Teminatlı borçlanma araçları iki çeşit olabilir, statik teminatlı veya yönetilen teminatlı.

Statik teminatlı modelde, seçilen teminat, teminatlı borçlanma aracının süresi boyunca değişmez. Dolayısıyla yatırımcı, her dilimde teminatın ne olacağını önceden bilir. Kısacası, alacak portföyü, belirtilen süre içinde değiştirilmez.

Yönetilen teminatlı modelde fon yöneticisi, teminat olarak gösterilen araçları aktif bir şekilde yönetmektedir. Alacak portföyü başka kredilerle veya enstrümanlarla değiştirilmektedir. Yönetilen fonların süresi 3 safhaya ayrılabilir:

1. Başlangıç (ramp up) dönemi 1 sene kadar sürer. Yönetici, şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerden elde ettiği gelir ile portföyünü oluşturur.
2. Yeniden yatırım (reinvestment/revolver) döneminde yönetici, aktif olarak teminatları yönetir, nakit akımlarını tekrar yatırıma çevirir, varlık alım-satımı yapar. Bu dönem 5 yıl veya daha fazla sürebilir.
3. Son dönemde, portföydeki varlıkların ya vadesi gelir, ya da satılır. Kurulan şirket tasfiye edilerek, yatırımcılara ödeme yapılır.

Yönetilen teminatlı şirketlere katılan yatırımcılar, teminat olarak gösterilecek menkul kıymetleri önceden bilmezler. Dolayısıyla, kredi riskinin yanı sıra, bir de portföy yönetim riskiyle karşı karşıyadırlar. Ancak genelde, teminatlı borçlanma araçları aktif olarak yönetilmektedir.

Bu tür araçlar, özellikle bankalar tarafından, portföy yönetimi veya sermaye yeterliliği kurallarına uyum sağlama amacıyla kullanılabilir.

Ayrıca, teminatlı borçlanma araçları, teminat olarak gösterilen borçlanma senetleri piyasasına likidite katmaktadır. European Securitisation Forum verilerine göre, Avrupa'da bu yılın ilk 9 ayında toplam 22,3 milyar avroluk teminatlı borçlanma aracı ihraç edilmiştir.

Sermaye Piyasası Özet Verileri

Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı				
Milyon YTL	2003	2004	10/2005	%Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	78,694	97,407	103,769	6.5%
Mevduat	147,351	182,762	211,646	15.8%
Hisse Senedi*	23,590	40,616	48,659	19.8%
TOPLAM	249,634	320,785	364,074	13.5%
Tahmini Altın Stoku	109,429	114,775	121,319	5.7%
Milyar \$				
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	56.4	72.6	77.0	6.1%
Mevduat	105.6	136.2	157.1	15.4%
Hisse Senedi*	16.9	30.3	36.1	19.3%
TOPLAM	178.8	239.0	270.2	13.1%
Tahmini Altın Stoku	78.4	85.5	90.0	5.3%

*: Halka açık kısmın piyasa değeri.

Menkul Kıymet Stokları				
Milyon YTL	2003	2004	11/2005	%Δ
Hisse Senedi*	18,008	25,186	31,690	25.8%
Hazine Bonosu/Devlet Tahvili	194,387	224,483	243,751	8.6%
Diğer	1,617	2,932	3,991	36.1%
Toplam	214,012	252,601	279,432	10.6%
Milyar \$				
Hisse Senedi*	12.9	18.8	23.5	24.5%
HB/DT	139.5	168.0	180.6	7.5%
Diğer	1.2	2.2	3.0	34.7%
Toplam	153.6	189.0	207.0	9.5%

*: Toplam nominal değer.

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
Milyon YTL	96,073	132,556	218,318	64.7%
Milyon \$	69,003	98,073	162,814	66.0%
Halka Açık Kısmın Piyasa Değeri (Milyon \$)	17,459	26,390	50,328	90.7%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25.3%	26.9%	30.9%	14.9%

Halka Açık Şirket Sayısı				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
İMKB'de Kote Şirketler	285	297	306	3.0%
İMKB'de İşlem Gören Şirketler	285	297	306	3.0%

Birincil Halka Arzlar				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	11.3	481.8	1,802.9	274.2%
Şirket Sayısı	2	12	11	-8.3%

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2001	2002	2003	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	231	207	221	6.8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	76	81	64	-21.0%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Bin YTL)	4,670,899	5,507,834	6,499,432	18.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Bin YTL)	-2,688,115	-1,035,591	-468,071	-54.8%
Toplam Kar/Zarar (Bin YTL)	1,982,784	4,472,244	6,031,361	34.9%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon \$)	3,784	3,500	4,480	28.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon \$)	-2,178	-679	-314	-53.8%
Toplam Kar/Zarar (Milyon \$)	1,606	2,821	4,166	47.7%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2003	2004	30/12/2005	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	476	583	786	34.7%
B Tipi Yatırım Fonları	11,494	17,708	20,977	18.5%
Emeklilik Yatırım Fonları	19	222	913	312.2%
Yatırım Ortaklıkları	135	220	360	63.7%
Gayrimenkul Yat.Ort.	715	752	1,864	148.0%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	2	64	69	9.0%
Toplam	12,842	19,548	25,010	27.9%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	5.7%	7.7%	8.3%	7.5%

Sermaye Piyasası Özet Verileri

Yatırımcı Sayısı				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
Açık Hesap Sayısı	2,077,742	2,177,516	2,390,687	9.8%
Bakiyeli Hesap Sayısı	1,106,752	1,072,663	1,079,207	0.6%
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	1.6%	1.6%	1.6%	0.0%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2003	2004	11/2005	%Δ
Saklama Bakiyeleri	8,954	16,141	30,314	87.8%
İşlem Hacimleri	17,334	37,368	74,988	100.7%
Net Alışları	1,010	1,430	3,720	160.2%

TSPAKB Üyeleri*				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
Aracı Kurumlar	118	112	108	-3.6%
Bankalar	44	42	41	-2.4%
Toplam	162	154	149	-3.2%

*: Dönem sonu itibarı ile.

Aracı Kuruluşların İşlem Hacimleri				
Milyar \$	2003	2004	11/2005	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında				
Aracı Kurum	197	312	360	15.4%
Tahvil/Bono Piyasasında				
Aracı Kurum	432	650	639	-1.8%
Banka	1,317	2,473	2,890	16.9%
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	1,748	3,123	3,529	13.0%
Toplam İşlem Hacmi	1,945	3,435	3,889	13.2%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon \$	2001	2002	2003	%Δ
Aktif Toplamı	653.5	607.8	929.7	53.0%
Özsermaye Toplamı	394.8	435.9	642.8	47.5%
Net Komisyon Gelirleri	276.1	201.1	234.6	16.7%
Esas Faaliyet Karı	75.3	0.2	42.8	19723.1%
Net Kar	176.9	70.2	92.1	31.3%
Personel Sayısı	7,156	6,636	6,035	-9.1%
Şubeler	219	243	227	-6.6%
İrtibat Bürosu	88	96	78	-18.8%
Acente Şubeleri	3,948	3,656	3,993	9.2%

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
İMKB-100	18,625	24,972	39,778	59.3%
İMKB-100 - En Yüksek	18,708	25,106	40,012	59.4%
İMKB-100 - En Düşük	8,792	15,804	22,888	44.8%
Günlük Ort. İşlem Hacmi (Milyon \$)	407	593	794	33.8%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2003	2004	30/12/2005	%Δ
Japonya Nikkei 225	10,677	11,489	16,111	40.2%
Almanya DAX	3,965	4,256	5,438	27.8%
Fransa CAC 40	3,541	3,821	4,714	23.4%
İngiltere FTSE 100	4,477	4,820	5,619	16.6%
Hong Kong Hang Seng	12,576	14,230	14,876	4.5%
S&P 500	1,110	1,214	1,249	3.0%
Nasdaq 100	1,468	1,624	1,663	2.4%

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

sermaye piyasasında gündem, TSPAKB'nin aylık iletişim organı olup, para ile satılmaz.

TSPAKB adına İmtiyaz Sahibi:

Müslüm Demirbilek

Genel Yayın Yönetmeni:

İlkay Arıkan

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü:

Alparslan Budak

Yayın Türü: Yaygın, süreli.

Yönetim Yeri: TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza, 1. Levent 34394 İstanbul

İnternet: www.tspakb.org.tr

E-posta: tspakb@tspakb.org.tr

Basım Yeri: Printcenter

Cem Sultan Sok. 2A, 4. Levent 34416 İstanbul

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 108 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 149 üyesi vardır.

Misyonumuz;

Çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan ve saygınlığına önem veren bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak; sermaye piyasasını geliştirmek ve bu yolla ülkenin kalkınmasına katkıda bulunmaktır.

Bu bülten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAKB") tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu bültende yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu bültende yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.