

# 1. Yatırım ve Kalkınma Bankacılığı

## 1.1. Yatırım Bankacılığı

### 1.1.1. Yatırım Bankacılığının Tanımı

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde atıl fonlara sahip kurumsal yatırımcılara, fonlarını menkul değer alım ve satımı ile değerlendirmelerinde aracılık ve danışmanlık yapan, işletmelere doğrudan kredi vermeyen ancak işletmelerin orta ve uzun vadeli fon gereksinimlerini karşılayan finansal kuruluşlardır. Yatırım bankaları, genellikle mevduat kabul etmeyen, ticari bankacılık yapmayan ve kalkınma bankacılığı fonksiyonunun dışında kalan alanlarda faaliyet gösteren mali kurumlar şeklinde de tanımlayabiliriz.

Yatırım Bankalarının başlıca fonksiyonları aşağıda verilmiştir:

- Tasarruf sahiplerine menkul kıymetler ihracı yoluyla uzun vadeli kaynak sağlamak,
- Halka arza giden firmaların ihraç edecekleri menkul değerleri satın alıp, onların adına satışını gerçekleştirmek,
- Faaliyetlerini dürüst, ekonomik ve etken bir şekilde yürüterek gerekli güven havasını yaratıp sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunmak,
- İhraç edilen menkul değerlere ilişkin her türlü teminatı, desteği vererek menkul kıymetlerin geniş halk kitlelerine dağılımını kolaylaştırmak ve ekonomide mevcut servetlerin mülkiyetinin transferini sağlamak,
- Sermaye piyasasına başvurmak isteyen işletmelere danışmanlık yapmak (menkul değer çeşidi, ihraç tutarı, satış fiyatı ve zamanı gibi )
- Firmalara sermaye piyasası kanalıyla orta ve uzun vadeli fon sağlamak,
- Menkul değerlere yatırım yapan tasarruf sahiplerinin çıkarlarını korumak, anapara ve faiz ödemelerini garanti etmek,
- İşletmelerin ihraç edeceği tahvillerin anapara ve faizlerinin vadesinde ödeneceğini garanti ederek tahvil satışlarını kolaylaştırmak,
- Şirket birleştirme, dağıtma, şekil değiştirme, şirket satın alınması, özelleştirme konusunda aracılık,
- Kredi için sendika teşkil etmesi,
- Her türlü mal mukabili, vesaik mukabili akreditif açmak, garanti vermek, teminat mektupları vermek ve almaktır.

### 1.1.2. Yatırım Bankalarının Faaliyet Alanları

Yatırım bankaları, sermaye piyasasında faaliyet göstermek, sermaye piyasası araçları kullanılarak sağlanan kaynaklarla yatırım yapmak, işletmelerin etkin bir yönetime ve sağlıklı bir mali yapıya kavuşmaları amacıyla devir ve birleşme konuları dahil danışmanlık hizmetleri vermek, mevduat kabulü hariç tüm bankacılık hizmetlerini yapmak üzere kurulurlar.

#### a) Fon Sağlama

Yatırım bankaları, sermaye piyasasının etkili bir şekilde çalışabilmesi için gerekli aracı kurumlarından en önemlisi olan hisse senedi ve tahvil çıkarmak yolu ile

sermaye piyasasından uzun vadeli fon sağlamak amacıyla olan işletmelerle, tasarruflarını söz konusu menkul kıymetlere yatırarak değerlendirmek isteyen gerçek ve tüzel kişiler arasında aracılık yapmaktadırlar (Emek, T.1991).

Yatırım bankaları, müşteri firmalarının mali bilançolarını inceleyerek alternatif kısa ve uzun vadeli finansman seçenekleri sunmaktadır. Bu bankalar, genellikle sermaye piyasası kanalıyla fon sağlamayı içeren bu seçeneklerin gerçekleşmesinde önemli işlevler üstlenmektedir.

Yatırım bankacılığı sadece yatırımlara kredi veren bir bankacılık türü değildir. Bu bankalar, müşterilerine her türlü teknik yardım, müşavirlik, mali danışmanlık ve mali mühendislik hizmetleri sunan, kredi açan, şirket birleşmelerini ve özelleştirmelerini gerçekleştiren, leasing, factoring işlemlerini gerçekleştiren, pazar araştırması yapan, fon arz edenlerle fon talep eden kesimleri bir araya getiren, yerli ve yabancı pazarlarda menkul kıymetleri pazarlayan kuruluşlar haline gelmiştir.

#### b) Yüklenimcilik (Underwriting)

Yüklenimcilik, yatırım bankasının, şirketin finansman ihtiyacını karşılamak üzere çıkaracağı menkul kıymetleri belirlenen fiyat üzerinden satma yükümlülüğü altına girmesidir.

Yatırım bankaları, bazı durumlarda, genellikle de küçük ve tanınmamış şirketlerin menkul kıymetlerinin pazarlanmasında, tüm ihraçların satışını kabul etmeyip, sadece bu konuda en iyi çabanın gösterileceğine dair anlaşma yapabilir (en iyi gayret aracılığı). Bazı durumlarda da firma tarafından arz edilecek olan menkul kıymetleri önceden belirlenen fiyattan satın almayı kabul edebilmektedir (bakiyeyi yüklenim).

Soru: en iyi gayret aracılığı (best efforts underwriting), bakiyeyi yüklenim (firm commitment underwriting)

a) Bir yatırım bankası Murat İnşaat Şirketi'nin 20 milyon adet hissesini bakiyeyi yüklenim metoduyla satmayı planlamaktadır. Yatırım bankeri, Murat A.Ş.'ye hisse başına 15.50 TL ödemektedir ve daha sonra bu hisseleri pazarda hisse başına 16.35 TL'ye satmaktadır. Murat İnşaat Şirketi bu işten ne kadar kazanç sağlar? Yatırım bankasının kârını hesaplayınız.

b) Diyelim ki yatırım bankası 20 milyon adet hisse senedini en iyi gayret aracılığı metodu ile satmak üzere Murat A.Ş. ile anlaşıyor. Yatırım bankeri 15.50 TL'den 18.4 milyon adet hisse satabiliyor ve Murat A.Ş.'ye en iyi gayret aracılığından hisse başına 0.375 TL komisyon kesiyor. Bu durumda Murat İnşaat Şirketi bu işten ne kadar kazanç sağlar? Yatırım bankasının kârını tekrar hesaplayınız.

Cevap:

a)  $15.50 * 20.000.000 = 310.000.000$  TL Murat A.Ş.'nin elde edeceği kazançtır.

$(16.35 - 15.50) * 20.000.000 = 17.000.000$  TL Yatırım Bankasının kârı olarak bulunur. Hisseler Murat A.Ş.'den hisse başına 15.50 TL'ye alınıp; pazarda önceden belirlenmiş fiyat olan 16.35 TL'e satılmış olur.

b)  $(15.50 - 0.375) * 18.400.000 = 278.000.000$  TL Murat A.Ş.'nin elde edeceği kazançtır.

$0.375 * 18.400.000 = 6.900.000$  TL Yatırım Bankasının kârı olarak bulunur.

Burada 18.4 milyon hissenin en iyi gayret ile 15.50 TL ye satılması karşılığında hisse başına 0.375 TL komisyon alınmıştır.

Yüklenimci (Underwriter), ilk ihraçlarda aracılık rolü üstlenmektedir. Bir şirketin menkul kıymetini alan underwriter, böylece o menkul kıymetin belirtilen fiyattan satışını garanti etmiş olmaktadır. Eğer söz konusu fiyattan satamaz ve fiyatı düşürmek zorunda kalırsa, zararı şirket değil underwriter üstlenmektedir.

Underwriter şu üç işlemi yerine getirerek rolünü tamamlamaktadır: Danışmanlık yapmak, tavsiyede bulunmak ve şirketten yeni ihraçları satın alarak bunları piyasada satmak. Underwriter'ın görevi sadece satış ile bitmemektedir. Satış sonrasında ihraca konu menkul kıymetin fiyatının istikrarını sağlamak için alım satım yapmak durumunda da kalabilmektedir.

#### c) Konsorsiyum (Syndication)

Genellikle büyük firmaların fon talebinin, dolayısıyla menkul kıymet ihracının büyüklüğü karşısında yatırım bankaları işbirliğine giderek bir satın alma grubu, "konsorsiyum" oluşturmaktadır. Yatırımcı ve konsorsiyum arasında yapılan sözleşmenin yanı sıra, yatırım bankaları da kendi aralarında bir sözleşme yapmaktadır. Bu sözleşme, konsorsiyumun oluşumu, bankaların iştirak payı gibi konuları içermektedir. Konsorsiyum anlaşmaları, bölümlenmiş ve bölümlenmemiş olmak üzere iki değişik şekilde yapılmaktadır. Bölümlenmiş anlaşmalarda, konsorsiyumdaki her bankanın sorumluluğu, arzın kendine tahsis edilmiş payı ile sınırlıdır. Buna karşılık bölümlenmemiş anlaşmalarda, her bir konsorsiyum üyesi kendisine tahsis edilen payların tümünü satsa bile, toplam arz içinde satılmayan paylar olduğunda sorumluluğu devam etmektedir.

#### d ) Danışmanlık Hizmetleri

Yatırım bankalarının danışmanlık hizmetleri aşağıda sıralanan konularda yoğunlaşmaktadır:

- Ele geçirmeler, elden çıkarmalar, ele geçirmeden koruma, birleşme konularında şirketlere stratejik kararlar almada ve bu işlemlerin gerçekleşme aşamasında yardımcı olmak,
- Firmalar için finansman planları ve fizibilite çalışmaları yapmak,
- Firma temsilcileriyle ilgili otoriteler ve müşteriler arasındaki ilişkileri güçlendirmeye yönelik toplantı vb. organizasyonlar düzenlemek,
- Mali piyasalardaki muhtemel gelişmeleri değerlendirip bu çerçevede firmaların finansman politikalarını yönlendirmede yardımcı olmak.

#### e) Muhtelif Destekleyici Hizmetler

Yatırım bankaları firmalar adına finansal kiralama görüşmeleri yapmak, proje hazırlama, denizaşırı finansmanı, nakit yönetimi, yatırım kârlılığının artırılması gibi spesifik konularda da danışmanlık hizmetleri verebilmektedir.

Yukarıda sıralanan fonksiyonlarından da anlaşılacağı üzere yatırım bankalarının başlıca uğraşı konusu menkul kıymet ticaretidir. Genellikle belirli bir büyüklüğün üzerindeki menkul değer ihraçları ile ilgilenir. Bunun dışında büyük firmaların hisse

senedi ve tahvil ihraçlarını üstlenirler. Amaç kredi riskine girmeden ücret ve komisyon geliri sağlamaktır.

Yatırım bankacılığı ekseninde geliştirilebilecek hizmet alanları başlıklar halinde aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 1) Özelleştirmede ve halka arzda aracılık
- 2) Geniş veya yapılanmanın imkan verdiği ölçülerde bir kapsama indirgenmek suretiyle belirlenecek danışmanlık, eğitim, yönlendirme faaliyetleri anlamında;
  - Teknoloji edinimi, transferi yada ar-ge kapsamında sunulabilecek bilgi temelli hizmet setleri sunma
  - Proje geliştirme, fizibilite etüdü, ekspertiz raporu hazırlama
  - Ulusal ve uluslar arası kapsamda ürün/piyasa veya sektör araştırmaları yapma.
- 3) Options, futures ve forward piyasalarda kapsam ve yoğunluğu detaylı ön çalışmalarla belirlenmek suretiyle faaliyet göstermek.
- 4) Birinci ve ikinci el sermaye piyasalarında her türlü bireysel, kurumsal hizmetleri sunmak
- 5) Finansal kiralama, factoring vb. finansman hizmetleri sağlamak
- 6) Risk sermayesi kapsamında komple ya da kısmi hizmet ürün setleri sunmak

### 1.1.3. Bilanço Yapıları

Ticari bankalar gibi kaynağı mevduat, varlığı kredi değildir. Aktif yapılarını ağırlıklı olarak menkul değer ticareti faaliyetlerinden oluştururlar. Pasif yapıları ise ağırlıklı olarak aktifteki sabit getirili menkul kıymetlere karşı yaptıkları repo işlemleriyle topladıkları fonlar oluşturur.

Örnek Bilanço Yapısı,

Yatırım bankaları, fonksiyonlarını yerine getirirken şu fonları kullanırlar:

- Kendi öz sermayesi
- İdarelerinde tevdi bulunan fonlar
- Aldıkları borçlardan oluşan fonlarla faaliyetlerini sürdürürler

## Yatırım Bankası Bilançosunun Temel Unsurları

Aktif	Pasif
I. Dönen Varlıklar	I. Dış Kaynaklar
• Nakit Değerler	• Krediler
• Bankalar	-Yurtiçi Banka Kredileri
• Menkul Değerler	-Yurtdışı Banka Kredileri
• Para Piyasası	-Diğer Krediler
• Krediler	• Para Piyasası
II. Duran Varlıklar	• Fonlar
• Takipteki Alacaklar	• Menkul Değerler
• İştirakler	II. Öz Kaynaklar
• Sabit Varlıklar	• Ödenmiş Sermaye
Diğer	• Yedek Akçeler
	• Kar (veya Zarar)
	Diğer
Toplam Aktifler	Toplam Pasifler

## 1.2. Kalkınma Bankacılığı

### 1.2.1. Kalkınma Bankaları Tanımı ve Fonksiyonları

Kalkınma bankaları, gelişmekte olan ülkelerde sermaye yetersizliği içindeki firmalara veya büyük endüstriyel firmaların yapacağı yeni yatırımlara kaynak ve teknik yardım sağlayarak endüstriyel gelişmeyi hızlandırmak amacıyla güden finansal kuruluşlardır. Kalkınma bankalarının başlıca fonksiyonları aşağıda verilmiştir.

- Kurumsal finansman hizmetleri vermek (Factoring, Forfaiting, Yeniden Yapılandırma, Şirket Değerleme, Şirket Evlilikleri, Özel Kaynak Temini ve Borç Yapılandırma)
- Yatırımlara orta ve uzun vadeli fon sağlamak
- İç kaynakları sanayi sektörüne yönlendirmek
- Sermaye piyasasının gelişmesine imkan sağlamak
- Girişimcilere idari ve teknik yardımda bulunmak
- Yeni yatırım alanlarında öncülük yapmak ( e-ticaret gibi )
- Yabancı kaynaklardan mali ve teknik destek sağlamak
- Yabancı sermayeyi yatırım yapmaya teşvik etmek

### 1.2.2. Kalkınma Bankalarının İşlevleri

Temel kuruluş amacı, girişimcilere uzun vadeli fon aktarmak olan kalkınma bankalarının işlevlerini şu noktalar etrafında toplamak mümkündür:

#### a) Sanayi Sektörüne Orta ve Uzun Vadeli Kredi Sağlamak

Kalkınma bankacılığının en önemli işlevi, ekonomik gelişmeye katkıda bulunacak projelere orta ve uzun vadeli fon teminidir. Kalkınma bankalarının bir kısmı yalnızca imalat sanayi sektörüne kredi vermekte iken bazı kalkınma bankaları imalat sanayinin yanı sıra ulaştırma, maden ve enerji sektörlerine de kredi vermektedir. Kalkınma

bankalarının bazıları yalnız özel sektör yatırımlarının finanse etmekte, bazıları ise yalnızca kamu sektörü projelerine kredi sağlamaktadır. Uygulamada her iki sektör yatırımlarına da kredi veren kalkınma bankaları da vardır.

**b) Yurt İçi Kaynakları Harekete Geçirerek Sanayi Sektörünü Yönlendirmek**

Kalkınma bankalarının amaçlarından biri de ekonomide kaynakların akış yönünü değiştirerek, kalkınmaya hizmet etmeyecek olanlara akacak olan kaynakları, kalkınmayı sağlayacak şekilde sanayi sektörüne yönlendirmektir.

**c) Sermaye Piyasasının Gelişmesine Katkıda Bulunmak**

En geniş anlamıyla sermaye piyasası, işletmelerin uzun vadeli ve devamlı fon ihtiyaçlarının giderilmesi amaçlarını oluşturan menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasadır. Kalkınma bankaları ekonomideki özel konumları nedeniyle sermaye piyasasının gelişmesine önemli katkılarda bulunabilir.

**d) Girişimcilere Proje Düzeyinde Teknik Yardımda Bulunmak**

Öncelikle bankanın kredi vermiş olduğu girişimcilere gerek proje aşamasında, gerekse uygulama ve işletme aşamasında teknik ve yönetsel yardımlarda bulunmak yoluyla, yatırım projelerinin gerçekleşmesine katkıda bulunurlar.

**e) Yeni Yatırım Alanlarında Öncülük Yapmak**

Gelişmekte olan ülkelerde girişimciler, yeni sanayi alanlarına yatırım yapmak geleneğinden ve alışkanlığından yoksundurlar. Kalkınma bankaları, yeni yatırım alanlarının girişimciler açısından riskli olmasından dolayı bizzat kendileri sanayi işletmeleri kurarak veya bu işletmelerin sermayelerine iştirak ederek yeni yatırım alanlarında öncülük yapmakta ve o alanların karlı olduğunu girişimcilere göstererek özel sermayenin yeni yatırım alanlarına yönelmesini sağlamaktadır.

**f) Uygun Yatırım Olanak ve Alanları Konusunda İnceleme ve Araştırmalar Yapmak**

Kalkınma bankalarının işlevlerinden biri de karlı ve verimli yatırım alanları konusunda araştırmalar yapmak, fizibilite etütleri hazırlamak suretiyle girişimcilere yol göstererek sanayi yatırımlarına yöneltmektedir.

**g) Kalkınma Planlarının Uygulanmasını Kolaylaştırmak Ve Saptanan Plan Hedeflerinin Gerçekleşmesine Katkıda Bulunmak**

Kalkınma bankalarının büyük bir bölümü, özel sektörün kalkınma plan hedeflerine uygun yatırımlarını finanse ederek planın gerçekleştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Özel sektörle kalkınma planı arasında bir köprü görevi görmektedir.

**h) Dış Ülkelerden Ve Uluslar Arası Finansman Kurumlarından Sağlanacak Döviz Ve Teknik Yardımı Sanayi Sektörüne Yönelmek**

Kalkınma bankalarına fon temin eden kuruluşlar, uluslararası kalkınma bankaları, uluslararası finans kuruluşları ve uluslararası finans birlikleri adı altında kurum ve kuruluşlardır. Bunların başlıcaları:

- Dünya bankası grubu
  - Ulusallararası İmar Ve Kalkınma Bankası (IBRD)
  - Ulusallararası Finans Kurumu (IFC)
  - Ulusallararası Kalkınma Birliği (IDA)
- Avrupa Yatırım Bankası (EIB)
- İslam Kalkınma Bankası (IDB)
- Uluslar Arası Kalkınma Ajansı (AID)

Kalkınma bankaları uluslararası finansman kurumlarından ve gelişmiş ülkelerden sağladıkları dış kredilerden yararlanarak girişimcilere döviz kredisi vermekte ve bu sayede yatırım projelerinin dış finansmanını da sağlamaktadır.

#### j) Yerli Ve Yabancı Yatırımcılara Ortak Bulmada Yardımcı Olmak

Yerli ve yabancı yatırımcılara ortak bulmaları konusunda danışmanlık hizmeti vererek, yabancı sermayenin yerli yatırımlara iştirakini teşvik eder.

#### k) Ekonomide Yeni Fikirlerin Kabul Edilmesini Desteklemek

Bütün geliştirme faaliyetleri bir fikirle başlar. Bir kalkınma finans şirketi gelişmeyi desteklemeye yönelikse, sürekli olarak yeni fikirler üretmeye gayret gösterecektir. Bu tür bir yöneliş, kurumun başarısı için emrine hazır bir sermaye miktarından daha önemli bir faktördür.

Kalkınma bankalarının kendilerinden beklenen işlevi yerine getirebilmelerinin iki boyutu vardır.:

Birincisi; yatırım projelerinin değerlendirilmesinin doğru yapılması, ikincisi ise; kalkınma bankacılığının, kamu dışından, piyasalar yoluyla finansman kaynaklarını çeşitlendirmesidir.

### 1.2.3. Bilanço Yapıları

Örnek bilanço yapısı,

#### Kalkınma Bankası Bilançosunun Temel Unsurları

Aktif	Pasif
<b>I. Dönen Varlıklar</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nakit Değerler</li> <li>• Bankalar</li> <li>• Para Piyasası</li> <li>• Krediler               <ul style="list-style-type: none"> <li>- İhtisas Kredileri</li> <li>- İhtisas Dışı Krediler                   <ul style="list-style-type: none"> <li>* Kısa Vadeli</li> <li>* Uzun Vadeli</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>	<b>I. Dış Kaynaklar</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Krediler               <ul style="list-style-type: none"> <li>-Yurtiçi Banka Kredileri</li> <li>-Yurtdışı Banka Kredileri</li> <li>-Diğer Krediler</li> </ul> </li> <li>• Para Piyasası</li> <li>• Fonlar</li> <li>• Menkul Değerler</li> </ul>
<b>II. Duran Varlıklar</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Takipteki Alacaklar</li> <li>• İştirakler</li> <li>• Sabit Varlıklar</li> </ul>	<b>II. Özkaynaklar</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ödenmiş Sermaye</li> <li>• Yedek Akçeler</li> <li>• Kar (veya Zarar)</li> </ul>
Diğer	Diğer
Toplam Aktifler	Toplam Pasifler

- Borçlanma araçlarına ve hisse senetlerine yapılan yatırımlar (menkul kıymet portföyü) nispeten düşüktür.
- Sermaye ve rezervlerin önemi nispeten azdır (devletin sermaye desteği nedeni ile).
- Kaynaklarını artırmak için kredi alacaklarını menkulleştirme yoluna sıklıkla başvururlar.
- Kalkınma bankalarının bilanço yapıları, riskleri ve performansları coğrafi açıdan farklılık gösterir. Riski dağıtmak için hem sektör, hem de ülke çeşitlendirmesi yaparlar. Özel sektöre ait olsalar bile faaliyetleri ağırlıklı olarak ülkenin kalkınma politikasına göre şekillenmektedir.
- Yatırımların finansmanında kullanılan fonlar öz kaynaklardan, yönetimi kendilerine bırakılan fonlardan ya da yurtdışından temin edilir.
- Kâr sağlamak birincil amaçları değildir.

Kalkınma Bankaları Rasyoları (3 aylık karşılaştırma),

	Mart 2011	Mart 2010
<b>Sermaye Yeterliliği</b>		
Öz kaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar)	56,4	61,1
Öz kaynaklar / Toplam Aktifler	44,0	47,1
(Öz kaynaklar - Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	41,6	44,4
Net Bilanço Pozisyonu / Öz kaynaklar	5,4	3,6
(Net Bilanço Pozisyonu + Net Nazım Hesap Pozisyonu) / Öz kaynaklar	0,1	0,0
<b>Bilanço Yapısı</b>		
TP Aktifler / Toplam Aktifler	66,8	70,7
TP Pasifler / Toplam Pasifler	64,2	67,2
YP Aktifler / YP Pasifler	92,7	89,3
TP Mevduat / Toplam Mevduat	-	-
TP Krediler ve Alacaklar / Toplam Krediler ve Alacaklar	57,1	62,0
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	0,0	0,0
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	32,3	29,5



Aktif Kalitesi		
Finansal Varlıklar (net) / Toplam Aktifler	14,3	14,3
Toplam Krediler ve Alacaklar / Toplam Aktifler	62,3	58,1
Toplam Krediler ve Alacaklar / Toplam Mevduat	-	-
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler ve Alacaklar	1,7	2,1
Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler ve Alacaklar	0,3	0,4
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	80,4	79,5
Duran Aktifler / Toplam Aktifler	2,4	2,7
Tüketici Kredileri / Toplam Krediler ve Alacaklar	2,5	1,6
Likidite		
Likit Aktifler / Toplam Aktifler	31,0	34,7
Likit Aktifler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	157,0	176,8
TP Likit Aktifler / Toplam Aktifler	25,8	29,0
Karlılık		
Net Dönem Karı (Zararı) / Toplam Aktifler	0,7	0,8
Net Dönem Karı (Zararı) / Öz kaynaklar	1,6	1,6
Sürdürülen Faaliyeler Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Toplam Aktifler	0,8	0,9
Gelir-Gider Yapısı		
Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Aktifler	1,0	1,1
Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Faaliyet Gelirleri (Giderleri)	68,0	69,0
Faiz Dışı Gelirler (net) / Toplam Aktifler	0,4	0,4
Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Aktifler	0,5	0,5
Personel Giderleri / Diğer Faaliyet Giderleri	55,8	54,9
Faiz Dışı Gelirler (net) / Diğer Faaliyet Giderleri	89,6	75,4

Toplam krediler ve alacaklar yukarıdan görüldüğü gibi aktif içerisinde % 60 civarında önemli bir paya sahiptir. Öz kaynak kârlılığı %1,6 seviyesinde iken Net Bilanço Pozisyonu / Öz kaynaklar Oranı Mart 2010 - Mart 2011 itibariyle 3.6'dan 5.4'e yükselmiştir.

### 1.3. Yatırım ve Kalkınma Bankaları Arasındaki Farklar

Kalkınma ve Yatırım bankacılığı birbirlerini tamamlayan iki farklı bankacılık türüdür (Akıncı, A. 1996). Her iki tip bankacılık, ülkelerin sanayileşmesinde önemli ağırlığı bulunan mali aracı kurumlar olma işlevine sahiptir.

Kalkınma bankacılığı esas olarak az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösterirken, yatırım bankacılığı ise sermaye piyasasının gelişmiş olduğu batı ülkeleriyle, sermaye piyasasının gelişmekte olduğu ülkelerde ortaya çıkmıştır.

Kalkınma ve Yatırım Bankaları piyasada fon fazlasına sahip kişi ve kurumlara doğru yapılacak transferlere aracılık etmektedirler. Kalkınma bankaları, tabiatları gereği devlet tarafından veya devlet desteği ile kurulmakta, yatırım bankaları ise genellikle özel sektör tarafından kurulmaktadır.

Yatırım bankaları fiziki yatırımların yanı sıra menkul kıymet portföyü işlemesine (mali yatırımlar yapmasına) karşılık, kalkınma bankaları yalnızca sınai yatırımlara katılırlar. Diğer önemli bir fark ise yatırım bankalarının fon aktarımını serbest piyasa şartları içinde yaparken, kalkınma bankalarının daha çok planlı ve güdümlü piyasa mekanizması içinde gerçekleştirmektedir. Kalkınma bankalarının en önemli mali işlevi işletmelere orta ve uzun vadeli kredi vererek işbirliklerde bulunarak, özellikle imalat sanayini finanse ettikleri halde; yatırım bankaları, sermaye piyasasında aracılık yapan finansman kurumlarıdır.

### 1.4. Türkiye'de Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Ülkemizde sanayileşme ve kalkınma çabalarına ağırlık ve öncelik verilmeye başlandığı İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde yatırımların finansmanı her zaman önemli bir sorun olarak görülmüş ve bu amaçla ihtisaslaşmış mali kurumlardan yararlanılması çözüm yollarından biri olarak ele alınmıştır. Yatırımların kredilendirilmesinde ticari bankalar ve diğer kredi kurumlarının toplumsal önceliklerden ziyade kâr ve risk ekseninde hareket etmeleri çoğu zaman kalkınma bankalarının oluşumunda önemli gerekçelerden birisi olmuştur.

1950 yılında Dünya Bankası ile T.C. Hükümeti'nin desteği ve T.C. Merkez Bankası ile bazı ticari bankalarının işbirliği ile, özel sektörün sınai yatırımlarına orta ve uzun vadeli finansman sağlamak amacıyla Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) kurulmuştur. TSKB, dünyada ve Türkiye'de kurulmuş olan ilk özel kalkınma ve yatırım bankası sıfatını taşır. TSKB'den sonra, 1960'lı yıllardan başlayarak Beş Yıllık Kalkınma Planlarında öngörülen ilkeler doğrultusunda, ekonominin farklı ihtiyaçlarını karşılamak üzere orta ve uzun vadeli krediler sağlayacak kalkınma ve yatırım bankaları kurulmuştur.

Türkiye'deki Kalkınma ve Yatırım bankaları, 1980 sonrasındaki değişim paralelinde gerekli yapısal değişimi gerçekleştirememiş ve sistemde yer alan diğer bankalara nazaran sahip oldukları ucuz kaynak avantajını bir takım nedenlerle verimli ve etkin

biçimde plase edememişlerdir. Dolayısıyla, bu banka grubunun toplam banka sisteminin aktif büyüklüğü içindeki payı giderek azalmıştır. Türkiye’de özellikle 1990’lı yılların başlarından itibaren sermaye piyasaları ve bunları düzenleyen kanuni çerçevelerde yapılan ciddi ve cesur atılımlar ile İMKB’nin de istenilen düzeye gelmesi, ülkemizde yatırım bankacılığının uygulanabilmesine olanak sağlamıştır.

Türk bankacılık sisteminde kalkınma bankacılığı ve yatırım bankacılığı aynı grup içerisinde değerlendirilmektedir. Ancak, bilanço yapıları ve iş tanımları farklılık göstermektedir. Türk bankacılık sistemindeki kalkınma ve yatırım bankalarını üç ana başlık altında toplayabiliriz.

a) Kamusal sermayeli kalkınma ve yatırım bankaları

- İller Bankası
- Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş.(Eximbank A.Ş.)
- Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.

b) Özel sermayeli kalkınma ve yatırım bankaları

- C Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş.
- Diler Yatırım Bankası A.Ş.
- GSD Yatırım Bankası A.Ş.
- İMKB Takas ve Saklama Bankası
- Nurol Yatırım Bankası A.Ş.
- Tat Yatırım Bankası
- Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
- Yatırım Bank A.Ş.

c) Yabancı Sermayeli Kalkınma ve Yatırım Bankaları

- Credit Agricole Indosuez Türk Bank A.Ş.
- Çalış Yatırım Bankası A.Ş.
- Deutsche Bank A.Ş.

Türkiye’de kalkınma ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin tam olarak ayrıştırılmaması ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin yeterli şekilde özelleştirilememesi nedeniyle ilerleyemediği görülmektedir.

## 1.5. Uluslararası Yatırım Şirketlerinin Gelişmesi

1815 yılında Napolyon’un Waterloo yenilgisinin ardından Londra güçlenmeye başlamıştır. 1828 yılında Londra’nın 'Baring Brothers' isimli ünlü yatırım şirketi Amerika’nın ünlü Rothschild ve Morgan aileleriyle ortaklık kurarak yatırımlarına hız kazandırdı. Kolonicilik faaliyetlerinin artması ve demiryolu yapımları İngiliz yatırımlarını ve sermaye piyasalarını genişletmiştir. Diğer Avrupa ülkeleri de koloniyel yatırımlara önem vermiştir.

Demiryolu ağından çöküşe giden yol...

**“Ekonomik kalkınma ile, sosyal ve kültürel gelişmenin şimendiferi olan demiryolu, 19. Yüzyılın başlarında Osmanlı’nın çöküşüne yol açmıştı. Günümüzde ise lider ülke olma yolunu açabilir. Kudret Ulusoy-Araştırmacı”**



Batıda sanayi devriminin gerçekleşmesiyle birlikte, zengin ve bakir yer altı ve yerüstü kaynaklara sahip olan Osmanlı İmparatorluğu ile sadece bankalar ve finans kuruluşları ilgilenmez. 1838 Ticaret Anlaşmasıyla ekonomik bağımsızlığı yok edilen ve borç batağına sürüklenen İmparatorluktaki zengin kaynaklardan; Avrupalı Demiryolları şirketleri de kendilerine düşen payı almak için girişimde bulunurlar.

Batılı Emperyalistler; Başlangıçta, ülkedeki üretime ve üretici kesime el koyarak onları kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirmede zorluk çekmeye başlayınca, üretimi düzene sokmak ve sırası geldiğinde de üreticileri daha kolay nüfuz altına almak için ulaşım alt yapısını oluşturmaya başlarlar. Onlar için tarım üretimi ve iyi yolların hazır olması yeterlidir. Gerisi kendilerinin işidir. Gelişmiş ülkelerde kalkınmanın Şimendiferi olan Demiryolu, ne yazık ki Osmanlıda sömürünün aracı olduğu gibi, çöküşe giden yolu da hızlandırır.

1889 ila 1911 yılları arasında bütün ülkede toplanan aşar'da % 63 oranında bir artış olur. Demiryolu hatlarının geçtiği bölgelerdeki artış ise % 114'e çıkar. Bu artış, tahsildarların demiryolu ile ülkeyi daha kolay dolaşmasından, demir yolu alt yapısının ekonomiyi dış pazara yönelmeye teşvik etmesinden ve emperyalizmin üretim üzerinde, dolaylı ama gerçek bir denetimi sağlamasından ileri gelir. O dönemlerde karayolları rağbet görmez. Zira, ulaşımaya yönelik yabancı sermayenin ancak onda birinden azı limanlara gerisi de demiryollarına gider. O yıllarda Demiryolu inşaatı ve işletmesine; Fransa; 2.369 milyon, Belçika-İsviçre Avusturya; 110 milyon, Almanya; 2.273 milyon, İngiltere; 754 milyon ve Milli Sermaye de; 428 milyon kuruş sermaye yatırır.

Osmanlı İmparatorluğunda demiryolları inşaatı ile demiryolu işletmesi alanlarına yatırılan sermaye için asıl çekici olan husus; kilometre teminatıdır. Her yıl devlet bütçesine on milyonlarca liraya mal olan bu ek borç, demiryolları şebekelerinin inşaat ve işletmesinde bir dizi suiistimal ve yolsuzluklara yol açar. İmtiyaz sahibi güzergahı uzatmak, dolayısıyla kilometre teminatını artırmak için demiryolu hattına sürekli gereksiz yere kavisler çizdirir. Şebeke inşaatı tamamlanınca onu verimsiz çalıştırmak imtiyaz sahibinin işine gelir. Çünkü; geliş gidişin sifra indiği bir hattın işletme masrafı da asgariye düşer. Bu aynı zamanda devletin sırtından kazanılan kilometre teminatının azamiye çıkması demektir. Şirket sahipleri için en karlı durum budur. Kilometre teminatı olarak belli bir gayri safi hasıla elde edilince, artık kilometre başına bu teminata eşit veya onu aşan bir gayri safi hasıla elde etmek imkansızdır.

Ülkemizde en büyük demiryolu şebeke inşaatı imtiyazını Avusturyalı Banker Baron Hirsch 17 Nisan 1869'da yaptığı anlaşma ile alır. Buna göre 2.000 kilometrelik demiryolu şebekesinin imtiyazı kilometre başına 22.000 bin Franklık bir teminat üzerinden yapılmıştır. Demiryolunun her kilometresi başına tespit edilen bu 22.000 franktan 14 bin frankının 99 yıllık imtiyaz süresi boyunca Osmanlı hükümeti tarafından karşılanması, kalan 8 bin frankın da yine aynı süre içerisinde demiryolu şebekesinin işletilmesinden elde edilecek gelirle imtiyaz sahibi şirket tarafından karşılanması öngörülmüştür. Böylece Baron Hirsch, demiryolu inşaatı bittikten sonra da şebekenin işletilmesinde hak sahibi oluyordu. Baron bu işletme hakkını alarak 8 bin frank ödemesi taahhüt etmek amacıyla, 5 Ocak 1870'de 50 milyon sermayeli Societe Imperiale des Chemine fer dela Turguie d'Europe (Osmanlı İmparatorluğu Rumeli Şimendifer Şirketi) adıyla bir şirket kurar. Hemen arkasından yine 7 Ocak 1870'de de yine 50 milyon sermayeli Compagnie Generale d'Exploitation des Chemine de ferde la Turguie d'Europe (Rumeli Şimendifer İşletmesi Genel Kumpanyası) adında ikinci bir şirket kurulur. Bu şirket işletme alanında birinci şirketin yerini alarak, ona yılda kilometre başına 8 bin frank ödemesi taahhüt eder.

Ancak, bu ikinci şirket inşaatın bitirileceği ilk on yıl boyunca ödemesi gereken 8 bin frankı birinci şirkete ödemez. Bu parada şirket adına Osmanlı hükümeti tarafından karşılanır. Tam bir soygun düzeni

kurulmuştur. Tabii ki bu soygun düzenine ortam sağlayan yetkililerin payı da unutulmamalıdır. Ayrıca, hükümet işletmenin gelirinin kilometre başına yıllık 8 bin franka ulaşmaması halinde aradaki farkı, beher kilometre başına 2 bin frankı aşmamak suretiyle ödeyecektir. Bu arada hükümet, demiryolu hattını beslemek amacıyla karayolları ve limanlar yapmak zorundadır. Diğer taraftan, hazineye geçici dönemde kilometre başına yapılacak 8 bin frankı teminat altına almak üzere 65 milyon frank ihtiyat akçesi ayırır. Dolayısıyla şebekenin inşası için ilk şirketin elinde yıllık 22 bin frank gelir hazır. İşe başlanmadan önce 22 bin franklık ödeme garantisinin sermayeye çevrilmesi için küçük tasarruf sahiplerine yönelik her iki ayda bir olmak üzere 6 defa çekilecek ve en büyüğü 600.000 franka varan ikramiyeli tahviller çıkarılır.

Bu amaçla itibari değeri 400 frank olan yıllık % 12 frank faizli 1.980.000 adet tahvil çıkarılır. Bu tahvillerin sorumluluğunu; tanesini 128.50 franktan yani % 32 ihraç bedeli üzerinden satın alan imtiyaz sahibi şirket üstlenir. Baron Hirsch bunlardan 750.000 adedini tanesi 150 franktan Bankalar Sendikasına satar. Baron ilk anda hükümetten aldığı fiyatla Sendikaya sattığı fiyatı üzerinden önemli bir kar sağlar. Bankalar Sendikasının tanesini 180 franktan sattığında sağlayacağı kardan da % 30 pay alacaktır.

18 Mayıs 1872'de Rumeli Şimendifer Şirketinin imtiyazı ile Rumeli Şimendifer Genel Kumpanyasının akitten doğan karları hükümete devredilir. Böylece hükümet demiryollarının sahibi haline gelir. Aynı zamanda kumpanya üzerindeki bütün hakları da devir alınmış olur. Şirket; kumpanyadan alacağı kilometre başına 8 bin franklık işletme hakkından vazgeçer. Ancak, inşa etmekle yükümlü olduğu demiryolu hatlarından sağlanacak bu gelirin yerini tutmak üzere, hükümetten hattın her kilometresi için götürü olarak 72.707 franklık bir meblağ alır. Bu arada inşa edilecek şebeke de 2.000 kilometreden 1.274 km'ye düşer. Böylece Baron Hirsch, satışa çıkarılmış ve çıkarılacak tahvillerin hamillerinden ve şirket tarafından kilometre başına ödenmesi gereken yıllık 8.000 franklık ödemelerin kefaletinden kurtulmuş olur. Dolayısıyla Hükümet daha önce toplam 31 milyon frankı kendisine ödediğinden taahhüt ettiği 8'er bin frank'ı da paraya çevirmiş olur. Öte yandan, Hükümet imtiyaz sahibinin demiryolu hatlarının tamamlanmamış kısmını yapma yükümlülüğünü de kaldırır. Aslında kalan kısım en zor ve masraflı hatlar olup, ayrıca şebeke Avusturya demiryolu şebekesine de bağlanmamıştır.

Sonuçta, 2000 kilometrelik demiryolundan 1274 km'lik demiryolu hattı yapılırsa da Avrupa'dan kopuk kalır. Bu hattın inşası için yaptırılan borçlanmada hükümetin eline 250 milyon frank geçmesine karşılık, hazineye 800 milyon frank borca mal olur. Yani, hükümet bu borcu karşılamak için bütçeye yılda 28 milyon franklık ağır bir yük bindirir. Ayrıca eksik bırakılan işlerin tamamlanması için kilometre başına yıllık 27 bin franklık ek bir meblağın daha tahsis edilmesi zorunlu görülür. (1) DU VELAY "Essai sur l'histoire financiere.."

Öte yandan, Gümülcine üzerinden Selanik'i İstanbul'a bağlayan 510 km uzunluğundaki hattın imtiyazı Fransa'nın İstanbul Büyükelçiliğinin bankerliğini yapan Boudouy adlı bir Fransız'a 99 yıllığına verilir. 1894'de açılan bu hattın kilometre başına teminatı 15.500 Frank veya 710 Osmanlı lirasıdır. Gelirler bu miktarı aştığı takdirde fazlalık paylaşılacaktır. Gerçekte denizyolu rekabeti yüzünden bu hattın geliri düşük kalır ve devlet imtiyaz sahibine açıktan ödeme yapmak zorunda kalır. Bu kilometre teminatına karşılık Selanik ve Drama Sancaklarının aşarları gösterilmiştir. 1871 yılında yapımına başlanan 41 kilometrelik Mudanya-Bursa hattının imtiyazı 1891 yılında Fransız sermayesine bırakılır. 1914 yılında 610 kilometreye ulaşan İzmir-Aydın hattı, 1856 yılında bir İngiliz sermaye gurubuna verilir. 87 kilometrelik Yafa-Kudüs hattı kilometre teminatıyla Fransızlara verilir. Şam-Hama hattı 99 yıllığına, 12.500 frank kilometre teminatı ile bir Fransız şirketine verilmiş, ancak 1909 yılında hattın kilometre başına 6.899.398 frank gelir elde edildiğinden 2.218.737 frank hazinece karşılır. Trablusşam-Humus hattının imtiyazı bir Fransız şirketine verilir. Hicaz demiryolu da müslüman halktan toplanan paralarla yapılır. Selanik-Manastır hattı 14.300 Franklık teminatla Alman Alfred Kaulla'ya ihale edilir. Gayri safi gelir 15.000 frankı geçtiğinde fazlanın % 25'i hazineye verilmesi gerektiği halde devlet açıktan yine para vermek zorunda kalır. Anadolu Demiryollarının, Haydarpaşa-İzmit arasındaki 92 km'lik ilk bölümü 1871 ile 1873 arasında devlet tarafından inşa edilmiş, daha sonra işletme hakkı ihaleyle 20 yıllığına L. Seefelder, Hanson ve Zafiropulo adındaki bir guruba kiralanmıştır. 1888 yılında Haydarpaşa İzmit hattının önce işletme imtiyazı, sonra İzmit'i Ankara'ya bağlayan hattın inşaat imtiyazı 99 yıl süreyle Alfred Kaulla'ya bırakılır. Bu hat için 10.300 frank kilometre teminatı sağlanmıştı. Ankara'ya kadar yapılacak kısım için bu teminat 15 bin franga çıkarılır. Bu hattın geliri ne olursa olsun kilometre başına belirlenen teminat hükümetçe taahhüt edilir. Eskişehir'den ayrılıp Konya'ya gidecek hattın imtiyazı

13.892 frank teminatla yine bu şahıs tarafından kurulan Anadolu Şimendifer Osmanlı Anonim Şirketine verilir. 1909'da Haydarpaşa-İzmit hattının geliri 5.640.595 frank olduğundan, devlet 2.553.943 frank açıktan vermek zorunda kalır. Eskişehir-Konya hattının geliri 2.072.635 frank olduğundan devlet yine 2.999.748 frankı açıktan verir. Baron Hirsch'in imtiyaz hakkını elde ettiği ve daha sonra Wiener Bankverein'e devir ettiği ondan da Deutsch Bank'ın vekili Banque de Zürich tarafından satın alınan Şark Demiryolunun ancak 995 km'si imparatorluk sınırı içinde kalmıştır. Mersin-Adana hattının imtiyazını Fransız-İngiliz kökenli bir şirket alır onlardan da Almanlar satın alır. 93 kilometrelik İzmir-Turgutlu hattı ve uzantısının imtiyazını İngiliz şirketi alır, Osmanlı hükümeti baştan saklı tuttuğu satın alma hakkını kullanarak inşaatı tamamlanan hattın imtiyazını bir Fransız şirketine devreder. Şirket hattı Afyon'a kadar uzatacaktı. Hükümet şirkete 226 kilometrelik eski şebeke üzerinden götürü olarak yılda 2.310.000 frankla, yeni hattın beher kilometresi başına yılda 19 bin franklık teminat verir.

Görüleceği üzere o yıllarda inşa edilen ve işletmeye açılan demiryolundan tüm batılı emperyalist ülkeler kendilerine düşen payı fazlasıyla alırlar.

1888 yılına kadar Osmanlı demiryolu imtiyazına İngiliz-Fransız sermayesi hakim iken, Osmanlı Bankasının tüm karşı koymasına karşılık, Alman sermayesi; Deutsche Bank vasıtasıyla Haydarpaşa-İzmit demiryolu hattının ve bu hattın Ankara'ya kadar uzatılması imtiyazını 4 Ekim 1888'de satın almasıyla öne geçmiştir. Böylece; Rusların siyasal, Fransızların mali nüfuzuna karşı araya üçüncü bir unsurun girmesini isteyen İngiltere sayesinde Almanya Şark siyaseti ve sermaye hayatına girmiş olur. 1888 imtiyazı, demiryolunun Ankara'ya kadar inşasını öngörmekle birlikte, Padişah şebekenin Basra Körfezine kadar uzatılmasını ister. Çünkü; Bölgedeki aşiretleri üzerinde otoritesini genişletecek ve Ortadoğu Müslüman halkının halifesi olarak itibarını kabul ettirecektir. Osmanlıları yıllardır uğraştıracak meşhur Bağdat demiryolu hattı bu şekilde devriye girer.

Fransızların bu hattın imtiyazını almak için her türlü çabayı sarf etmesine karşılık, padişahın denge politikasına uygun olarak işin içine dördüncü bir devlet daha sokulmak istenir. Ankara-Bağdat güzergahını inceleyen komisyon tarafından, bazı doğal engeller yüzünden yeni bir imtiyaz istenmesinden vazgeçilmesi gerektiği sonucuna varılmakla birlikte, asıl engel Rusya'dır. Zira; Rusya kendi av bölgesi olarak gördüğü Doğu Anadolu'ya başka bir devletin girmesini istemez. Buna karşılık Almanlar kabul ettirir. Almanlar Rus nüfuz bölgesinden uzak durmak amacıyla daha güneye kayarak Eskişehir'i Konya'ya bağlayan bir güney yolu üzerinde karara vardığında, bu kez de karşılığın İngilizler çıkar. Sonuçta, 5 Mayıs 1899 tarihinde Berlin'de Deutsche Bank ve Anadolu Şimendifer Kumpanyası ile Osmanlı Bankası, İzmir-Aydın Şimendifer Kumpanyası ve Şimendifer İdare-i Umumiyesi arasında anlaşma imzalanır. Sermayenin % 60'ı Almanlara, % 40'ı da Fransızlara ait olacaktır. Kesin anlaşma 21 Ocak 1902'de imzalanır. Anlaşmaya göre; kilometre teminatı 16.500 franktır. Demiryolu ya da eklentilerine gerekli devlete ait boş arazi hükümet tarafından parasız olarak şirkete verilecektir. Yine geçici çalışma sırasında şirketin işine yarayacak tüm araziler parasız olarak şirkete bırakılacaktır. Eğer boş arazilerde taş ocakları ve çakıl yatakları varsa şirket bundan parasız yararlanacaktır. Mülkiyetinden şirket lehine vazgeçilecek araziler iki ay içinde şirkete teslim edilecektir. Demiryolu güzergahındaki 20 km çevrede kalan imtiyazı alınmamış bütün maden ocaklarının işletme hakkı şirkete ait olacaktır. Şirket hattın civarındaki ormanları keserek isterse odun ve kömür elde etmek amacıyla kullanacaktır. Fırat ve Şettülarap üzerinde ve Basra Körfezi kıyısında gemilerin rıhtıma yanaşması, yüklerin boşaltılması ve depolanması amacıyla yapılacak tesisler ile limanların inşa ve işletme hakkı şirkete ait olacaktır. Demiryolu güzergahında istenilen yerler taşınan mallar için depo ve ambar yapılacaktır. Şirket doğal çağlayanlardan veya kuracağı barajlardan üreteceği elektrik enerjisini, kuracağı istasyon ve diğer yerlerde aydınlatma amacıyla kullanacaktır. Bu anlaşmayla birlikte ülkenin zengin yer altı maden kaynakları da karşılıksız olarak emperyalizmin eline geçiyordu. Çünkü; Demiryolunun geçtiği güzergahlar aynı zamanda zengin yer altı kaynaklarının bulunduğu alanlardan geçmekteydi.

Not: Bu yazı araştırmacının konu hakkındaki kendi yorumlarını da kapsamaktadır. Ancak kullanılan veriler ve sunulan rakamsal bilgiler açısından objektiftir.

Ancak 1914 yılında 1. dünya savaşının çıkması ve doların altına çevrilebilen tek para birimi olması yatırım bankerliğinde üstünlüğü Amerika'ya bıraktı. Amerikan yatırım bankaları kredi faaliyetlerine hız kazandırdılar. 500 milyon dolarlık Anglo-Fransız bono Ekim 1915 itibarıyla verilen en büyük kredi oldu. Özellikle JP Morgan şirketi bu tahvillerin dağıtımında en büyük aracılık şirketi rolünü üstlendi. 1920li yıllarda

finansman araçlarını genişleten Amerika'da telefon ve telgraf hizmetlerinin yaygınlaşması ile hisse senedi, tahvil gibi araçlar da hızla çoğalmıştır. Ancak 1929 yılındaki büyük kriz tahvil çıkaran kredi kurumlarını batırmıştır. Daha sonra 2. dünya savaşının çıkması sermaye savaşlarını hızlandırarak uluslar arası sermayeye ket vurmuş ve çok sayıda tarife, kural ve ticari bariyer sermaye akışını yavaşlatmıştır. 1950li yıllarda ortaya konulan Marshall yardımları Dünya Bankası, IMF gibi devlet destekli finansal kurumların oluşmasına neden olmuştur. Amerikan şirket yasaları 19. yy boyunca daha da ağırlaşmıştır ve yatırım şirketlerine olan politik müdahale gelişimlerini durdurmuştur.

6 şirket 12 adamla gelişen Amerika büyük çapta yatırımlar yaparak yatırım bankerliğinde öncü rol üstlenmiştir. Gardener ve Molyneux (2001) önemli yatırım şirketlerini şu şekilde sıralamaktadır:

- Morgan Stanley
- Merrill Lynch
- Salomon Brothers
- Bankers Trust
- Goldman Sachs
- Lehman

## 2. Finansman Şirketleri, Finansal Kiralama (Leasing) ve Factoring Şirketleri

Finansman Şirketleri, daha çok tüketici kredileri ve satışların finansmanı amacıyla kurulurlar ve bireysel müşterilere orta ve uzun vadeli krediler sağlamanın yanında, işletmeler için leasing ve factoring gibi finansman yöntemleri de sunmaktadırlar. Tüccarların vadeleri gelmemiş alacaklarını satın alırlar ve tüketicilere doğrudan uzmanlaşmış krediler açarlar. 20. yyın başında otomobil alımlarını küçük miktarda verilen kredilerle hızlandırmak amacıyla kurulmuşlardır. General Motors Şirketi ve Ford Motor şirketi gibi büyük otomobil üreticileri müşterilerine kredi sağlayarak finansman şirketi olan ilk büyük kuruluşlardır. HSB Finans ve Metris ise yüksek riskli düşük teminatlı ve taksitli olarak vermiş oldukları kişisel kredilerle önemli finansman şirketlerinden olmayı başarmışlardır. Ancak bu şirketlerin kredi kartında 12 aya varan taksitlerle çalışan bankalarla rekabet etmesi kolay olmamaktadır. Ne kadar uzmanlaştıkları iddia edilse bile özellikle Türkiye'de banka grubuna veya holdinglere bağlı olarak hareket etmektedirler.

Türkiye'de faaliyet gösteren tüketici finansman şirketlerinden bazıları şunlardır:

- Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.
- Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı A.Ş.
- Teb Tüketici Finansman A.Ş.
- Mercedes-Benz Finansman Türk A.Ş.
- Volkswagen Doğu Tüketici Finansmanı A.Ş.
- Man Financial Services Tüketici Finansmanı A.S.
- DD Konut Finansman A.Ş.

## 2.1. Factoring Şirketleri

Mezopotamya döneminde alacağın temliki olarak uygulanmaya başlanan factoring, her türlü mal ve hizmet satışından kaynaklanan kısa vadeli ticari alacakların factoring şirketine devredilmesi, borçlunun bundan haberdar edilerek tahsilatın factoring şirketi tarafından yapılmasıdır. Factoringin amacı, satıcının, faaliyetlerini üretim ve satış konularında yoğunlaştırabilmesi için satıştan sonraki her türlü bürokratik ve mali sorumluluktan satıcıyı kurtarmaktır.

### 2.1.1. Factoring Fonksiyonları

#### Finansman Fonksiyonu:

Factoring şirketinin en önemli işlevlerinden biri, alacakların finansmanını sağlamaktır. Factoring şirketi, yaptığı factoring işlemiyle satıcı işletmeye hem nakit hem de hizmet sağladığı için iki ayrı gelir elde eder. Bu durumda factoring hizmetinden yararlanan bir işletme için iki tür maliyet söz konusudur:

- Hizmet bedeli olan komisyon maliyeti,
- İskonto bedeli olarak finansman maliyeti. Bu, müşteriye vadeden önce yapılan peşin ödemenin maliyetidir.

Müşteri alacaklarının finansmanında iki yöntem kullanılmaktadır:

- Ön Ödeme ve Avans Yöntemi

Uygulamada genellikle müşteriye %80 peşin ödeme yapılmaktadır. Böylece müşteri, alacaklarının karşılığını vadesinden önce avans olarak almakta ve finansman sorununu çözmektedir. Alacağın vadesi geldiğinde tahsil edilen alacağın %20'sinden factoring şirketinin komisyonu ve faizi düşüldükten sonra satıcıya ödenir.

- İskonto Yöntemi

Önce alacakların peşin değeri hesaplanır. Daha sonra factoring şirketinin komisyon tutarı ve yaptığı masraflar düşülerek kalan tutar müşteriye ödenir. Uygulamada pek tercih edilen bir yöntem değildir.

#### Hizmet Fonksiyonu:

Factoring şirketleri alacakların takip yönetimini üstlendikleri için bu fonksiyonu sağlarlar.

Factoring şirketinin verdiği diğer hizmetler arasında ise borçluların muhasebelerini tutmaları, ihtar ve tahsil işlemlerinin üstlenilmesi ve gerektiğinde icra takibinin yapılması, müşteriye pazar, üretim, reklam politikaları hakkında danışmanlık yapılması yer almaktadır.

#### Teminat Fonksiyonu

Factoring şirketi, alacakları factoring sözleşmesinde belirtilen limitler dahilinde garanti etmektedir. Factoring şirketleri borçlunun ödeyemeyeceğinden emin olmadıkları alanlarda garanti vermemektedirler.



## 2.1.2. Factoring Türleri

### Yapıldığı Yer Durumuna Göre

#### Yurtiçi Factoring:

Alıcı, satıcı ve factoring şirketi aynı ülkededir ve ticari alacağa konu olan satış yurtiçinde gerçekleşir.

#### Uluslararası Factoring:

- İhracat Factoringi: Borçlunun yabancı ülkede olması halinde söz konusudur. Borçlunun ülkesindeki tarafın da devreye girmesiyle dört taraf yer almaktadır.
- İthalat Factoringi: Factoring şirketinin muhabir aracılığı ile yurt dışındaki ihracatçıya vadesinde ödeme yapma garantisi verdiği factoringdir. Böylece ithalatçı firma akreditif açmadan ithalat işlemi yapabilmektedir.

### Rücu Edebilme Durumuna Göre

- Rücu Edilebilir Factoring: Alıcı riski factoring şirketi tarafından üstlenilmez. Satıcı, vadeli satışlarından doğan alacaklarını factoring şirketine rüculu devreder ve alacaklarının karşılığının belli bir yüzdesini nakit olarak alır. Tahsilat işlemlerini factoring şirketi yürütür ama tahsili gerçekleşmeyen alacaklar için factoring şirketinin satıcıya rücu etme hakkı saklıdır.
- Rücu Edilemez Factoring: Alacağın ödenmeme riski tamamen factoring şirketine aittir. Bu nedenle factoring şirketleri ciddi bir pazar araştırması yaparlar.

### Ödeme Zamanına Göre

- Ön Ödemeli Factoring: Satıcı alacaklarını factoring şirketine devrettiğinde belli bir kısmını (%80) vadesi gelmeden tahsil edebilir.
- Vade Ödemeli Factoring: Ön ödeme kolaylığı yoktur.

### Bildirim Durumuna Göre

- Bildirimli Factoring: Satıcı firma borçlu firmaya alacağın factoring şirketine devredildiğini belirten bir yazı gönderir.
- Bildirimsiz Factoring: Alacağın factoring şirketine devredildiği borçlu firmaya bildirilmez.

## Diğer Factoring Çeşitleri

- Tam Hizmet Factoringi: Tüm factoring çeşitlerindeki unsurlar bir araya getirilerek elde edilmiştir. En önemli üstünlüğü satıcı firmanın bir çok müşteriden olan alacağını factoring şirketine devrederek tek bir kalemde birleştirmesidir.
- Acente Factoringi: Factoring şirketi müşterisinin acentesiymiş gibi çalışabilir.
- Toptan Factoring: Borçlu, borcunu doğrudan factoring şirketine öder ve alacakların takibi işlemini satıcı firma üstlenir. Factoring şirketi, kendine yapılan ödemelerle ilgili bilgileri satıcıya gönderir ve böylece alacakların takibi kolaylaşır.

### 2.1.3. Factoringin Avantajları ve Dezavantajları

#### Avantajlar:

- Kredili satış yapan firmaları, satışa ilişkin bilgi toplama, kayıt tutma, ihbarda bulunma, izleme, tahsilât gibi bürokratik sayılabilecek işlemlerden kurtararak, kredi riskine karşı koruyarak, onları esas faaliyet konuları olan üretim ve satış üzerinde yoğunlaşabilmelerine olanak vermektedir.
- Bu yolla sağlanan finansman kaynağı esnektir. Firmanın faaliyet hacmi genişledikçe, firmaya adeta kendiliğinden oluşan bir finansman kaynağı sağlar. Satışların artmasıyla, factoring kurumundan sağlanacak kaynak tutarı da buna koşut olarak artmaktadır.
- Alacaklara bağlanan fonların vadesinden önce çözülmesi, fonların başka alanlarda özellikle hammadde alımında, üretimde kullanılmasına olanak vermektedir. Hammadde alımlarında peşin ödeme olanağı, nakit iskontosundan yararlanma sağladığı gibi, firmayı vade farkı ödemekten kurtarmakta, hammadde satıcıları arasında firmanın kredibilitelerini yükseltmektedir.
- Factoring kurumu, kaynak sağlama dışında, kapsamlı hizmetler de sunmaktadır. Müşterilerin kredi değerliliğinin saptanması, alacak hakkını satan firmanın muhasebe kayıtlarının tutulması, tahsilât gibi... Böylece alacak hakkını satan firma, kredili satış yaptığı alıcıların kredi değerliliğini saptayacak ayrı bir kredi bölümü oluşturma hatta tahsilât servisi kurma ve bu amaçla personel çalıştırma yükünden kurtulmakta; alacakların yönetimi ve izlenmesine daha az kaynak ayırarak kaynaklarını esas faaliyet konusunu fonlamada kullanabilmektedir.

- Malın hatalı, bozuk, siparişe uygun olmaması gibi satıcının sorumluluğu olan durumlar dışında, factoring kurumu ödenmeme riskini de üstlenebildiğinden, satıcı firma, kredili satışlarda bu tür satışların riskini en düşük düzeye indirmektedir.
- Müşteriye gönderilecek faturaların bir kopyası, konşimento ve nakliye alıntısının bir kopyası, firmanın alacağı, factoring için bir güvence oluşturmaktadır. Factoringe kıyasla bir firmanın aynı koşullarla aynı kolaylıkla başka finans kurumlarından kaynak sağlaması zordur.
- Alacak hakkının satışının firmanın bilançosu üzerine etkisi de diğer finansman yöntemlerinden farklıdır. Hangi türde olursa olsun firma, factoring işleminde finansman kurumuna karşı borçlu olarak gözükmemektedir. Bu görüntü, firmanın kredi değerliliği üzerinde olumlu etki yaparak, kredi sağlama olanaklarını genişletebilmektedir.
- Factoring yöntemi ile firmalar nakit akış planlarını daha gerçekçi bir şekilde hazırlayabilmekte, mevsimlik olarak artan satışların getirdiği finansman gereksinimini daha kolay karşılayabilmektedirler.
- Factoring, firmaların alacaklarını tahsil edememe riskiyle karşılaşmasına engel olur. Günümüzde alışverişlerin temel unsuru olan kredili satış işlemlerinde en önemli nokta kredi açılacak alıcı ya da ithalatçıların isabetli olarak saptanmasıdır. Özellikle küçük firmalara açılan kredilerin izlenmesi, vadelerinde tahsili, satıcılar ve ihracatçılar için son derece önem arz etmektedir. İşte factor firma, kredili satış bedellerinin tahsil edilmemesi halinde doğacak tüm zararı üstlenmektedir.
- Factoring satıcı ve ihracatçıların alacak kalemlerini azaltarak şirket bilançosunun sunumunu güçlendirir.

### Dezavantajlar:

- Alacak hakkının satın alınmasında finansman kurumu, kredilendirmenin yanı sıra ilgili firmanın sürekli satış yaptığı müşterilerinin kredi değerliliğini saptama ve risk üstlenme hizmetlerini de yerine getirdiğinden, bu şekilde sağlanan fonların maliyeti, senet iskontosu ve senet karşılığı avans işlemlerine kıyasla daha yüksek olmaktadır. Her bir müşteriye yapılan satışların tutarı küçük ve fatura sayısı çok kabarık ise, maliyet daha da artmaktadır.
- Alacak hakkının satışı, bazı firmalar tarafından, bir tehlike göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Bu firmalara göre, alacak hakkını satan bir firma, gerçekte likit bir varlık olan alacaklarını elden çıkarmaktadır. Bu işlem, finansman açısından bir zor durum göstergesi olabilir. Bu nedenle bazı satıcı firmalar,

alacak hakkının satışı yolu ile finansman sağlayan firmalara kredili mal satışından kaçınmaktadırlar.

- Uluslararası factoringde, uygun muhabir factor seçilmeyişi ya da bulunamayışı, factoringin bir diğer dezavantajıdır. Eğer muhabir factor, kredi limitlerinin belirlenmesinde, alacaklarının tahsilât ve takibinde, alacak hakkının korunması için yapılması gereken girişimlerde gecikiyorsa, bu tür gecikmeler önemli sorunlar doğurmakta, riski artırmaktadır.

## 2.2. Finansal Kiralama (Leasing) Şirketleri

Leasing, belirli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın belli bir kira ödemesi karşılığında kiracıya bırakılmasıdır. Burada yatırım malının mülkiyeti leasing şirketinde kalarak, kullanım hakları müşteriye verilmektedir. Türkiye'de 1986 yılından sonra leasing işlemleri kanunla başlamıştır

Leasing yöntemi ile amortismanına tabi her türlü mal kiralanabilir. Ancak yarı mamül , hammadde, yedek parça, know-how ve patent leasinge konu olamaz.

Banka kredilerinde olduğu gibi finansal kiralama işleminde de risk unsuru olduğu için leasing firmaları büyük firmalarla çalışmak istemektedirler. Bu nedenle işe yeni başlamış, adı henüz duyulmamış girişimcilerin bu teknikten yararlanmaları kolay değildir.

### Leasing Konusu Ürünler

- İş Makineleri
- Binek Otomobiller
- Tıbbi Cihazlar
- Tarım Makineleri
- Matbaa Makineleri
- Tekstil Makineleri
- Ticari Araçlar
- Gayrimenkul
- Büro ve Ofis Ekipmanları
- Üretim Makineleri
- Teknolojik Ekipmanlar

- Santraller ve Haberleşme Cihazları
- Enerji Tesisleri

## 2.2.1. Leasing Türleri

### 2.2.1.1. İşletme Kiralaması

Tüketim mallarına yönelik, kısa vadeli, önceden haber vermek suretiyle feshedilebilen, bakım, onarım gibi hizmetlerin kiralayana ait olduğu kiralama türüdür.

### 2.2.1.2. Finansman Kiralaması

Kiraya verenin, kiralanan mala ait bütün risk ve menfaatlerini aynen malikmişçesine kiracıya devrettiği, orta ve uzun vadeli, önceden feshedilmeyen kiralama türüdür.

Leasing sisteminin işleyiş süreci şöyledir:

- Kiracı firma tarafından yatırım malı seçilerek satıcı firma ile fiyat ve teslim koşullarını içeren bir ön anlaşma yapılır.
- Leasing şirketine başvurulur ve gerekli incelemelerden sonra noter onaylı leasing sözleşmesi yapılır.
- Leasing şirketi mal bedelini satıcı firmaya öder.
- Leasing konusu mallar kiracıya teslim edilir.
- Kiraları leasing şirketine ödenir.
- Sözleşme süresi sonunda mallar kiracı tarafından daha düşük bir bedelle satın alınır ya da mallar leasing şirketine iade edilir.

## 2.2.1. Leasingin Avantajları ve Dezavantajları:

### Avantajlar:

- Banka kredisi için ödenen banka ve sigorta muameleleri vergisi ödenmez,
- Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu kesintisi ödenmez,
- İşlemler her türlü resim ve harçtan muaf olduğu için maliyetler düşer,

- Vergi avantajı getirir, kira bedellerinin tümü gider olarak gösterilir,
- %100 finansman sağlar,
- Esneklik ve az bürokrasi söz konusudur,
- Uzun vadeli finansman sağlar,
- Öz kaynakları tüketmez,
- Kiracı şirketin iflası durumunda leasing yoluyla finanse edilmiş mallara el konulamaz, bu durumda yatırımcı üretime devam ederken borçlarını ödeyebilmesi kolaylaşır.

#### Dezavantajlar:

- Enflasyonla birlikte kur riskinin kiracıda kalması, uzun dönemde önemli bir maliyet artışına neden olabilmektedir,
- Kiracı mal üzerinde yapmak istediği her türlü değişiklikte leasing şirketinden izin almak zorundadır,
- Yatırım indiriminden kiracı yararlanmamaktadır.

### 2.3. Forfaiting

Forfaiting ile factoring birbiriyle aynı nitelikte işlemlerdir; ancak aralarında farklar vardır:

- Forfaiting bir defalık yapılan bir işlem iken, factoring süreklilik arz eder.
- Forfaiting %100 finansman sağlar iken, factoring %80'e kadar finansman sağlar.
- Forfaiting işleminde poliçe ve bono istenir ve ikinci pazarı mevcuttur. Factoring işleminde fatura yeterlidir ve ikinci pazarı yoktur.
- Forfaitingde vade 180 günden 10 yıla kadar çıkmakta iken factoringde vade 180 güne kadardır.
- Forfaiting yatırım mallarına odaklanır, factoring ise tüketim mallarına odaklanmaktadır.

### 3. Yatırım Ortaklıkları

Menkul Yatırım ortaklıkları (Investment Trust), sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve

diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Yatırım ortaklıklarının temel fonksiyonu küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşacak bir portföye yatırmak ve bu yolla elde ettikleri kazancı ortaklarına payları oranında dağıtmaktır. Yatırım ortaklıklarının diğer ortaklıklardan farkı, faaliyet alanlarının sadece sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan bir portföyün işletilmesi şeklinde sınırlandırılmış bulunmasıdır.

Yatırım ortaklığı portföyünün uzman bir kadro tarafından yönetilmesi nedeniyle bir yandan tasarruf sahibinin riski azaltılırken diğer yandan da tasarrufların menkul kıymetlere yatırılması suretiyle kaynakların etkin kullanımı sağlanabilmektedir. Bu özellikleri nedeniyle, yabancı ülkelerde olduğu kadar ülkemizde de yatırım ortaklıklarının kurulması ve gelişmesi vergi teşvikleri yoluyla desteklenmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Real Estate Investment Trusts (REITs)), Gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır. bu ortaklıklar bünyesinde müteahhit, işletmeci ve danışman şirket ve gayrimenkul değerlendirme uzmanı çalıştırmalar. Gayrimenkul değerlendirme uzmanları, yatırım yapılan büyük konut, alışveriş merkezi, hastane vb. gayrimenkullerin ederini saptarlar. Gayrimenkullere değer atayan bu kişilerin finansman, pazarlama, tapu-imar, ekonomi ve proje analizi konusunda bilgili olmaları gerekmektedir.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı (Venture Capital Investment Company): Yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditeleri düşük olan girişim şirketlerince ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarımı biçimine risk sermayesi yatırımı denir. Sermayelerini böyle risk sermayesi yatırımlarına yöneltmek üzere kurulan şirketlere de risk sermayesi yatırım ortaklığı adı verilir.1938 yılında Rockefeller ailesinin havacılık şirketlerini finanse etmek üzere başlatmış olduğu girişimcilik sermayesi akımı, teknoloji şirketlerinin kurulumuna ve Silikon vadisinin finansmanına destek olmuştur. Türkiye'de ilk defa Vakıf Risk Yatırım Ortaklığı olarak Vakıfbank altında 1996 yılında kurulan risk sermayesi yatırım ortaklığı şirketinin ilk yatırımı Odtü Teknoplasma A.Ş. olmuştur. Teknoplasma buharlaşma yöntemiyle çalışan bir kaplama reaktörünü ilk kez üretime sunmuştur.

## 4. Yatırım Fonları

### 4.1. Yatırım Fonu Tanımı, Türleri ve Fon Yönetim Esasları

Temelleri Hollanda'da 18. yy.da atılan yatırım fonları, yatırımcıların birikimlerinin sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmek üzere bir havuz içerisinde toplanması ve profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi esasına dayalı kolektif yatırım araçlarıdır. Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil/bono, özel sektör borçlanma araçları, ters repo gibi sermaye piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı, fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını satın alarak fona katılım sağlar.

Yatırım ortaklıkları gibi tüzel kişilikleri yoktur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri çerçevesinde yatırım fonlarının yatırım yapabileceği araçlar aşağıda sıralanmıştır.

- Türkiye'de kurulmuş şirketlerin hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri (tahvil, bono gibi),
- Yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri, Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- Vadeli işlem sözleşmeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülebilecek diğer sermaye piyasası araçları.

Portföyünün en az % 25'i devamlı olarak hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarına A Tipi Yatırım Fonları, bunların dışındakilere ise B Tipi Yatırım Fonları denir. Portföye alınacak menkul kıymetler göz önünde bulundurularak, 17 ayrı yatırım fonu türü tanımlanmıştır. Bunlar:

**Tahvil ve Bono Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar,

**Hisse Senedi Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırım yapan fonlar,

**Sektör Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belirli bir sektörü (örneğin, çimento, tekstil gibi) oluşturan şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar,

**İştirak Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar,

**Grup Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, belli bir topluluğun (Koç Topluluğu, Sabancı Topluluğu gibi) menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar,

**Yabancı Menkul Kıymetler Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırımlı fonlar,

**Altın Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırımlı fonlar,

**Diğer Kıymetli Madenler Fonu:** Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak, Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırımlı fonlar,

**Karma Fon:** Portföyünün tamamı, hisse senetleri, borçlanma araçları, 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,

**Likit Fon:** Portföyünün tamamı, 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,

**Değişken Fon:** Portföyünün tamamı, portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar,

**Endeks Fon:** Portföyünün en az %80'i devamlı olarak, baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı (ilişki/paralellik) en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar,

**Fon Sepeti:** Portföyünün en az %80'i devamlı olarak, diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından

**Özel Fon:** Katılma payları önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar,

**Koruma Amaçlı Fon:** 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 ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı fonlar,

**Garantili Fon:** 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 ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği fonlar,

**Serbest Yatırım Fonu:** Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan ve mevzuatta yer alan portföy sınırlamalarına istisna tutulan fonlar olarak adlandırılır.

Fon yönetim esaslar şunlardır:

**Riskin Dağıtılması İlkesi**

Bu ilke sayesinde yatırım fonlarının, bireylerin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkündür. 100 TL'niz olduğunu düşünelim. Siz bu para ile (Borsa'da hisse senetlerinin belirli miktarların -lot- altında işlem görememesi nedeniyle) ancak bir kaç hisse senedine yatırım yapabilirsiniz ve bu durum sizin riskinizi artırır. Örneğin, hisse senedini satın aldığınız iki şirketin mali durumunun bozulması ve hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesi ihtimali, 25 ayrı

şirkete ait hisse senedinin fiyatlarının birden düşmesi ihtimalinden çok daha yüksektir. Yatırım fonları ise binlerce kişiden para toplayarak, milyonlarca l i r alık portföyler oluşturabilir. Bu sayede çok daha fazla sayıda hisse senedine ve daha başka yatırım araçlarına, örneğin, tahvil ve bonolara yatırım yaparak, hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir düşüş anında bundan en az derecede etkilenme şansına sahip olurlar.

### Profesyonel Yönetim

Özellikleri itibariyle işlem yapabilmek için belirli bir bilgi birikimini gerektiren ve teknik piyasalar olarak nitelenen menkul kıymet piyasalarındaki gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin böylesine bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin ederek ona göre zamanında tavir alabilmeleri zordur. Yatırım fonları ise çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle, yüksek miktarlarda portföyler oluşturduklarından, gerekli donanım ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili yetişmiş elemanlara sahip olabilirler.

### Menkul Kıymet Portföyü İşletmek

Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar dahilinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber, temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.

### İnançlı Mülkiyet

Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanır. İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönetmek zorundadır.

### Mal Varlığının Korunması

Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Bir başka ifade ile, fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.

## 4.2. Yatırım Fonu Değerleme Unsurları

Hisse sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonları açık sonlu veya kapalı-sonlu olarak adlandırılmaktadır. Açık-sonlu fonlarda fon portföyündeki hisse sayısı değişebiliyor iken, kapalı sonlu fonlarda hisse sayısı sabittir ve değişmez.

- Açık-sonlu Fonlar: Portföyün Değeri?

- Net Varlık Değeri = (Portföyün Pazar Değeri – Borçlar) / Hisse Sayısı

Soru: Bir yatırım şirketinin \$1.05 milyon varlığı, \$50.000 borcu ve 10.000 adet hisse senedi mevcuttur.

- Net Varlık Değeri (NVD) değerini hesaplayınız.
- Diyelim ki fon portföyündeki bütün borçları ödemiş olsun ve varlıklar iki katına çıksın. \$ 5000'lık bir depozito karşısında kaç hisse alabilirsiniz?

$$a. (1,050,000 - 50,000) / 10,000 = \$ 100$$

$$b. (2,100,000 - 0) / 10,000 = \$ 210$$

$$\text{Hisse Senedi Sayısı} = 5000 / 210 = 23.81 \text{ adet}$$

### Açık ve Kapalı Sonlu Fonların Dezavantajları:

#### Açık-sonlu Fonlar

- Sadece gün sonunda ayarlamalar yapılıyor.
- Para çekişleri vergilendirilebilir gelirinizi artırabilir.

#### Kapalı-sonlu Fonlar

- Hisse sayısı sabit olduğu için NVD ve piyasa fiyatı arasında farklılaşma

Bu dezavantajlardan korunabilmek için Endekse Dayalı Fonlar (EDF) geliştirilmiştir. EDFler:

- Bir borsada işlem görürler ve IMKB-100, S&P 500, Dow Jones gibi çeşitli endekslere dayalı olarak fiyatlanırlar.
- Hisse sayısı değişebilir.
- Sponsor, Yetkili katılımcılar, Fon Yaratma/Paraya Çevirme birimleri, Endeks geliştirme birimleri fon değerini saptarlar. EDF fiyatı NVD'yi aşıyor ise EDF içindeki hisse sayısı artırılır.
- Sponsor firma yetkili otoriteleri alıkoyma, Çekirdek sermaye sağlama, Reklam ve pazarlama gibi faaliyetlerden sorumludur.

### Fon Performansının Değerlendirilmesi

Fon getirisi aşağıdaki formül yoluyla bulunur:

$$r_p = \frac{rP_t - rP_{t-1}}{rP_{t-1}}$$

Burada;

$r_p$  = fonun getirisi,

$rP_t$  = fonun t günündeki kapanış fiyatı,

$rP_{t-1}$  = fonun t-1 günündeki kapanış fiyatıdır.

Performans Ölçütü	Formül	Açıklama
Sharpe Oranı	$S_p = (r_p - r_f) / \sigma_p$	Sharpe endeksi, portföyün toplam riskine kıyasla yatırımcıların risksiz faiz haddi üstünde talep ettikleri ek getiriyi gösterir. $S_p$ : portföy için sharpe endeksi, $r_p$ : portföyün ortalama getirisi, $r_f$ : risksiz varlığın ortalama getirisi, $\sigma_p$ : portföyün standart sapmasıdır. Arslan (2005:5).
$M^2$ Ölçütü	$M^2 = r_f + \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \times \sigma_m$	$M^2$ performans ölçütü, Sharpe endeksi ile hesaplanan sayısal değeri yorumlamanın oldukça zor olması sebebiyle yine Sharpe'da da olduğu gibi risk ölçütü olarak toplam riskin (standart sapmanın) kullanılması ile oluşturulmuştur. $r_p$ : portföyün ortalama getirisi,

		$r_f$ : risksiz varlığın ortalama getirisi, $\sigma_m$ : piyasa portföyünün standart sapması, $\sigma_p$ : portföyün standart sapmasıdır. Kılı. (2002:56).
Sortino Oranı*	$\frac{R_p - MKEG}{\sigma_{MKEG}}$	MKEG: minimum kabul edilebilir getiri oranı, Risksiz faiz oranı $\sigma_{MKEG}$ : MKEG düzeyimin altında kalan portföy getirilerinin standart sapması
Treynor endeksi	$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$	betanın baz alındığı Treynor Endeksine göre piyasa ile yatırım fonu aynı yönde hareket edecektir. $T_p$ : portföy için Treynor Endeksi, $r_p$ : portföyün ortalama getirisi, $r_f$ : risksiz varlığın ortalama getirisi, $\beta_p$ : portföyün betasıdır.
$T^2$	$T^2 = r_p - r_m$	Treynor oranını, yüzde getiri şekline çeviren bu yöntem, M2 yönteminde olduğu gibi değerlendirilen fona hazine bonosu eklendiğini varsayarak risk düzeltmesi yapar. Aslında $T^2 = Treynor - (r_m - r_f)$ dir
Jensen Endeksi	$r_{p,t}^* = r_{f,t} + (r_{m,t} - r_{f,t})\beta_p + e_{p,t}$	Model birden fazla portföyün performans karşılaştırmasını yaparken sadece portföy risklerine göre nisbi bir performans sıralaması değil mutlak bir ölçüte göre performans sıralaması yapmak amacıyla geliştirilmiştir.
Değerleme Oranı	$\frac{\alpha_a}{\sigma_p}$	$\alpha_a$ : a portföyünün Jensen endeksi, $\sigma_p$ : portföyün standart sapması
Tek değişkenli Model	$R_i = \alpha + \beta X + \varepsilon$	Fonların beta katsayılarını hesaplamada kullanılan regresyon denklemi ile bağımsız değişkendeki bir birimlik değişmeye karşılık bağımlı değişkende meydana gelen değişim miktarı tahmin edilir. $R_i$ : i sayılı fonun beklenen getirisi, $\alpha$ : sabit terim, getiri doğrusunun y eksenini kestiği nokta, $\beta$ : Regresyon (karakteristik) doğrusunun eğimi veya dıyarlılık katsayısı, $\varepsilon$ : hata terimi, model ile açıklanamayan kısım, rastsal değişkendir.
Kuadratik Regresyon Modeli	$(r_{p,t} - r_{f,t}) = (\alpha_p + \beta_p(r_{m,t} - r_{f,t}) + C(r_{m,t} - r_{f,t})^2 + e_{p,t}$	Kuadratik Regresyon Modeli ile fon yöneticisinin zamanlama kabiliyetini test etmek üzere "c" katsayısı hesaplanır.

Kaynak: <http://isarder.org/tr/2010cilt2no2/a11.pdf>

Yatırım analizi dersinde ayrıntıları ile görmüş olduğumuz ve yukarıda sunulan performans ölçütleri ile fonların getirileri analiz edilebilir.

### 4.3. Yatırım Fonu Endüstrisi ve Güncel Değişmeler

Bugün itibariyle getirilerine göre sıralanmış olduğum Türkiye'deki B tipi yatırım fonları aşağıdadır. En çok getiri veren fon 5,95 ile yapı ve kredi bankası altın fonudur. Özellikle Amerika'daki sistemin çöküşü Türkiye'de güvenli liman arayan yatırımcıları emtia ve altına yönlendirmiştir.

AKBANK T.A.Ş.B TİPİ BİRLEŞİK EMTİA FON SEPETİ FONU	2,24
ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞ.A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU	2,60
EUROBANK TEKFEN A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU	2,70
ING BANK A.Ş. B TİPİ ALTIN YATIRIM FONU	2,71
T.İŞ BANKASI A.Ş.B TİPİ ALTIN FONU	2,78
AKBANK T.A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU	2,90
TC ZİRAAT BANKASI A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU	2,93

T.VAKIFLAR BANKASI T.A.O B TİPİ ALTIN FONU	2,95
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.B TİPİ ALTIN FONU	2,95

2010 yılı sonu itibariyle Avrupa'da faaliyet Gösteren Yatırım Fonu Şirketleri:

- Aberdeen Asset Management
- Alliance Trust
- Allianz Global Investors
- AlInvest Partners
- Azimut Holding
- APG Investments
- Baillie Gifford
- Barclays Wealth
- Bluebay Asset Management
- Bouwfonds
- Brewin Dolphin
- Comlife Investments
- Covestor
- Crédit Agricole
- Credit Suisse
- Deutsche Asset Management
- F&C Asset Management
- Financière de l'Echiquier
- Fixed-income relative-value investing
- Generation Investment Management
- Henderson Group
- Henderson New Star
- HSBC
- Invesco Perpetual
- Investec
- Jupiter Fund Management
- KBC
- Liongate Capital Management
- LGT Group
- Lyxor Asset Management
- M&G Investments
- Mercury Asset Management
- Morgan, Grenfell & Co.
- Neptune investment management
- Old Mutual
- Panmure Gordon
- Partners Group
- Permal Group
- PGGM
- Quilter
- Rathbone Brothers

2010 yılı sonu itibariyle Asya'da faaliyet Gösteren Yatırım Fonu Şirketleri:

- Capital Dynamics
- Global Investment House
- IDFC Project Equity
- Investcorp
- Menon Holdings

ABD'de Faaliyet Gösteren En Büyük 25 Yatırım Fonu ve Büyüklükleri

## Lipper Performance Report

### Performance for the 25 Largest Mutual Funds

Fund Name	Total Net Assets (\$millions) 4/30/2011	Investment Objective	Cumulative Total Reinvestment Performance %								
			YTD 12/31/10 to 5/26/11	1 Week 5/19/11 to 5/26/11	4 Weeks 4/28/11 to 5/26/11	13 Weeks 3/24/11 to 5/26/11	52 Weeks 5/27/10 to 5/26/11	2 Years* 5/21/09 to 5/26/11	3 Years* 5/22/08 to 5/26/11	5 years* 5/29/06 to 5/26/11	
PIMCO:Tot Rtr:Inst	140,180.0	IID	3.15	0.06	0.44	2.70	8.21	10.11	8.95	8.84	
SPDR S&P 500 ETF	95,309.4	SPSP	6.22	-1.30	-3.36	1.90	22.44	24.35	0.53	2.82	
American Funds Gro:A	88,531.9	LCCE	4.60	-1.06	-3.93	1.24	20.53	20.75	-1.07	2.97	
Fidelity Contrafund	84,762.3	LCCE	4.39	-0.77	-3.62	1.57	22.62	24.22	1.22	5.14	
Vanguard T 50k Idx:Inv	83,493.9	MLCE	6.59	-1.15	-3.39	2.44	23.77	26.29	1.85	3.61	
American Funds CIB:A	81,219.2	MTAG	5.46	-0.91	-1.53	4.62	20.43	19.93	-0.60	4.27	
SPDR Gold	60,684.0	CMP	7.51	1.70	-1.14	7.48	24.60	26.57	17.53	18.29	
Vanguard Intl Indx:Inst	60,369.0	SPSP	6.22	-1.31	-2.37	1.99	22.54	24.50	0.63	3.01	
American Funds CWGI:A	58,144.2	GLCC	5.00	-1.43	-3.56	3.35	24.83	19.54	-2.11	4.49	
Vanguard 500 Index:Adm	56,098.0	SPSP	6.21	-1.31	-2.37	1.98	22.53	24.50	0.62	2.99	
American Funds Inc:A	55,790.0	MTAM	6.54	-0.96	-1.47	3.53	21.17	21.68	2.80	4.54	
Vanguard T 50k Idx:Adm	53,201.7	MLCE	6.62	-1.15	-2.42	2.46	23.89	26.42	1.76	3.71	
American Funds ICA:A	50,714.3	LCCE	4.05	-1.47	-3.04	0.93	19.47	19.73	0.05	2.36	
Vanguard MSCI Em Mkt ETF	49,347.0	EM	-0.56	-0.63	-5.40	0.16	26.47	26.26	-0.26	10.52	
Dodge & Cox Intl Stock	48,440.0	ILCC	2.58	-1.80	-4.96	1.30	26.21	22.91	-2.03	3.24	
Dodge & Cox Stock	48,344.9	LCVE	6.99	-1.38	-2.30	2.00	22.08	25.02	-1.53	0.24	
iShares:MSCI Emerg Mkt	41,670.3	EM	-0.99	-0.60	-5.32	4.82	25.43	23.94	-0.45	10.14	
iShares:MSCI EAFE Idx	41,436.7	ILCC	3.36	-1.53	-5.31	-0.25	27.24	17.58	-5.46	1.20	
American Funds Wash:A	41,375.0	LCCE	7.21	-1.49	-2.06	3.52	23.97	23.12	0.25	2.58	
American Funds EuPc:A	40,871.9	ILCC	3.26	-1.20	-4.81	2.45	24.93	19.15	-1.56	4.92	
Vanguard Intl Indx:InvP	38,581.5	SPSP	6.24	-1.30	-2.36	2.00	22.57	24.54	0.65	3.03	
Franklin Cust Inc:A	37,028.0	MTAM	6.85	-0.44	-0.38	2.43	20.69	23.13	4.01	6.29	
American Funds Flw:A	36,110.6	LCCE	6.16	-1.09	-3.00	1.99	24.48	23.24	-0.94	4.03	
Vanguard Tot I 50k:Inv	36,783.0	ILCC	7.54	-1.38	-5.11	1.38	26.69	19.97	-4.12	3.64	
American Funds NPer:A	35,113.1	GLCC	3.81	-1.39	-3.79	1.64	24.64	22.24	0.59	5.59	

ABD'de ve tüm dünyada fon sayısındaki hızlı artış ve satın alma maliyetlerindeki düşüşler özellikle dağıtım kanallarında modernleşmeyi de beraberinde getirmiştir.

Dağıtım modernizasyonları:

- Supermarketler: 1992 yılında Charles Schwab ve Şirketi tarafından oluşturulan süpermarket formunda bütün aracı kurumlar ve yatırım şirketlerinin fonları tek bir pazarda toplanarak aynı yerden satışa sunulmaktadır.
- Paket Programlar: Yatırım fonları beraberinde çeşitli alternatifler ile paketlenerek satışa sunulur.
- Ücretli Finansal Tavsiyeciler: Bu kişiler belirli bir ücret karşılığında yatırım fonlarının satışına destek olan bağımsız tavsiyecilerdir.
- Değişken Sigortalı Fonlar: Vergi vb. avantajlar nedeniyle fonların sigortalanarak satışa çıkarılmasıdır.
- Karıştırma ve eşleşirime: Farklı amaçlarla kurulan fonların karıştırılarak satılması ile açık mimari de denilen bir süreç başlamıştır.

- Satınalma ve birleşmeler: Şirket birleşmeleri ve satın alma faaliyetleri fonları enternasyonel bir hale getirerek uluslar arası dağıtım kanalları oluşumunu hızlandırmıştır.

## 5. Hedge Fonlar (Serbest Yatırım Fonları)

Günümüz dünyasında, finans piyasalarının sağlıklı ve dinamik şekilde işlemesi, daha yüksek getiriye yönelik olarak risk almaya eğilimli yatırımcıların ve yatırım kuruluşlarının varlığı ve inovasyon faaliyetlerinin devamlılığı ile yakından ilgilidir. Küresel finans literatüründe “hedge” fon olarak bilinen ve ülkemiz uygulamasına “serbest” yatırım fonu adı altında kazandırılmış olan fonlar, risk yüklenici ve inovatif nitelikleriyle önemli bir rol oynamaktadırlar.

Serbest yatırım fonlarının etkinliğine katkı sağlayan en önemli mekanizmalardan biri küresel literatürde “prime brokerage” olarak bilinen ve “birincil aracılık” olarak Türkçeleştirilmesinin uygun olacağı düşünülen mekanizmadır. Yatırım bankacılığı hizmetlerinin alt kesitlerinden biri olan birincil aracılık hizmetleri,

- İstenilen her piyasada,
- İstenilen her enstrümana,
- İstenilen her zaman ve
- İstenilen her aracı ile

yatırım yapabilme hedefine yönelik olarak zamanla artmaya devam etmekte olup, günümüzde birincil araçların sundukları başlıca hizmetler; menkul kıymet alım satım prosedürünün yürütülmesi, işlem kayıtlarının tutulması, takas, saklama raporlama, analiz, araştırma, ödünç verme, açığa satış, sermaye temini, gözetim, risk yönetimi, ofis hizmetleri olarak sıralanabilmektedir.

Bilinen ilk serbest yatırım fonu 1949 yılında Alfred Winslow Jones tarafından kurulmuştur. Bu fon diğer fonlardan farklı olarak “hedge” kavramını öne çıkarmış, piyasa riskini minimize etmek için açığa satıştan, getiriye artırmak için ise kaldıraç etkisinden yararlanmış, ABD'nin Yatırım Şirketleri Kanunu'na tabi olmamak için kendini en fazla 99 yatırımcıyla sınırlamıştır. Jones'un şöhretinin en büyük sebebi,

### ABD VE AB ÖLÇEĞİNDE EN BÜYÜK 5 SERBEST YATIRIM FONU (2006)

Sıralama	Serbest Yatırım Fonu	Yönetilen Portföy (Milyar ABD Doları)
<b>Amerika Birleşik Devletleri</b>		
1	JP Morgan Asset Management	33.1
2	Goldman Sachs Asset Management	32.5
3	Bridgewater Associates	30.2
4	D.E.Shaw Group	27.3
5	Farallon Capital Management	26.2
<b>Avrupa Birliği</b>		
1	Barclays Global Advisor	19.0
2	Man Group	18.0
3	GLG Partners	15.8
4	Lansdowne Partners	14.0
5	Brevan Howard	12.1



komandit ortaklıkların doğru organize edildiklerinde ABD Yatırım Şirketleri Kanunu hükümlerinden muaf olabileceğini keşfetmesidir.

Serbest yatırım fonlarının dünyadaki varlığı 1940'lara dayanmakla birlikte, 90'lı yıllardan sonra George Soros'un Quantum Fonu ve sonrasında Julian Robertson'un Tiger Management Fonu ile dikkat çekmeye başlamıştır. Finans tarihinde tartışmalara konu olan 1992 yılında İngiltere'de yaşanan "Kara Çarşamba" olayında ve yine 1997 yılında yaşanan Asya krizinde George Soros'un Quantum Fon'u aracılığıyla gerçekleştirilen işlemlerin oynadığı rol ve elde edilen kârlar serbest fonların şöhretini önemli ölçüde artmıştır. Bugün gelinen noktaya bakıldığında, serbest fonların hemen hemen tümüne yakınının katı anlamda "hedging: riskten korunma" kavramından uzaklaşmış durumda oldukları finans piyasalarında genel kabul görmektedir

22.09.2006 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII, No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne yapılan ekleme ile serbest yatırım fonları ülkemiz sermaye piyasalarının kullanımına sunulmuştur. Türkiye'nin yeni tanışmakta olduğu serbest yatırım fonları, dünya uygulamasında genel olarak, diğer yatırım fonlarının tabi olduğu sınırlamalara tabi olmaksızın çok esnek yatırım limitleri ve stratejileriyle portföylerini oluşturup yönetebilen, birçok piyasada, kısa veya uzun pozisyonlarla, yoğun kaldıraç etkisi kullanımı, türev araçlar ve yapılandırılmış araçlar yoluyla yüksek getirili yatırımlar yapabilen, nitelikli yatırımcılara pazarlanan alternatif yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır. Kurul, 2008 yılında biri 30 milyon YTL başlangıç değerli İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Arbitraj Serbest Yatırım Fonu, diğeri 500 milyon YTL başlangıç değerli Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Serbest Fonu'nun kuruluşuna izin vermiştir (SPK Haftalık Bülteni-2008/13 (24.03.2008-28.03.2008)).

Serbest yatırım fonlarının gösterdiği hızlı gelişimin ana nedenleri, geleneksel yatırımlardan beklenen getirinin düşük olması ve buna karşın görece olarak geleneksel yatırımlardan daha fazla getiri sağlayan alternatif yatırım stratejilerinin yarattığı esnekliğin finans çevrelerinde giderek daha fazla kabul görmeye başlamasıdır. Geleneksel olarak, yatırım pozisyonları piyasanın geneli ile ilintili olmayan hatta piyasanın genelini aldığı pozisyonun tersine hareket edebilen serbest yatırım fonlarının ekonominin geneli için, fiyat dalgalanmalarını minimize etmek, menkul kıymetlere likidite sağlamak ve böylece piyasanın etkinliğine katkıda bulunmak gibi önemli rolleri bulunmaktadır. Serbest yatırım fonları, finans piyasalarına ve ekonominin geneline ilişkin bu olumlu katkılarının yanı sıra, bazı açılardan da önemli endişe kaynakları olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Özellikle, portföylerinin oluşumuna dair bilgilerin kısıtlı olması ve düzenli bilgi akışı sağlanamaması nedeniyle serbest fonların genel olarak "opak" yani şeffaflıktan uzak oldukları düşünülmektedir. Agresif ticari stratejiler, vergiden yoksun offshore fonları, yatırımcı sayısının sınırlı ve en az bir milyon doları olan varlıklı kişilerden oluşması ve kayıtdışı olmaları gibi nedenlerden ötürü serbest fonlar Amerika'da yoğun eleştiriye maruz kalmaktadır.

Temel serbest fon stratejileri aşağıdaki gibidir:

a) Arbitraja Dayalı Stratejiler

Sabit getirili arbitraj: Sabit getirili varlıklar arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanma,

**Dönüştürülebilir Arbitraj:** Bir şirketin hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleriyle aynı şirketin hisse senetleri arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanma,

**Göreceli Değer Arbitrajı:** Belirli bir varlık grubu arasındaki negatif korelasyondan veya hisse senedi, opsiyon gibi bir veya bir kaç farklı varlığın göreceli fiyat farklılıklarından faydalanma,

**Türev Arbitrajı:** Sadece türev araçlar arasındaki veya türev araçlarla bu araçların dayandığı varlıklar arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanma olarak özetlenebilir.

#### b) Olaya Dayalı Stratejiler

**Birleşme ve Devralma:** Devralan şirketlerin hisselerinde kısa (satıcı), devralınacak hisselerde ise uzun (alıcı) pozisyon alma,

**Zor durumdaki şirketlere ait menkul kıymetler:** Zor durumdaki şirketlerin varlıklarında uzun veya kısa pozisyon alma,

**Diğer:** Örneğin hisse senetlerinin geri alınması, şirket yapılanması ile bir parçasını ayırarak satma, iflas, icra gibi olaylardan yararlanma stratejisidir.

#### c) Hisse Senedine Dayalı Stratejiler

**Korumasız pozisyon:** Fiyatı artması beklenen hisselerle yatırım yapmak,

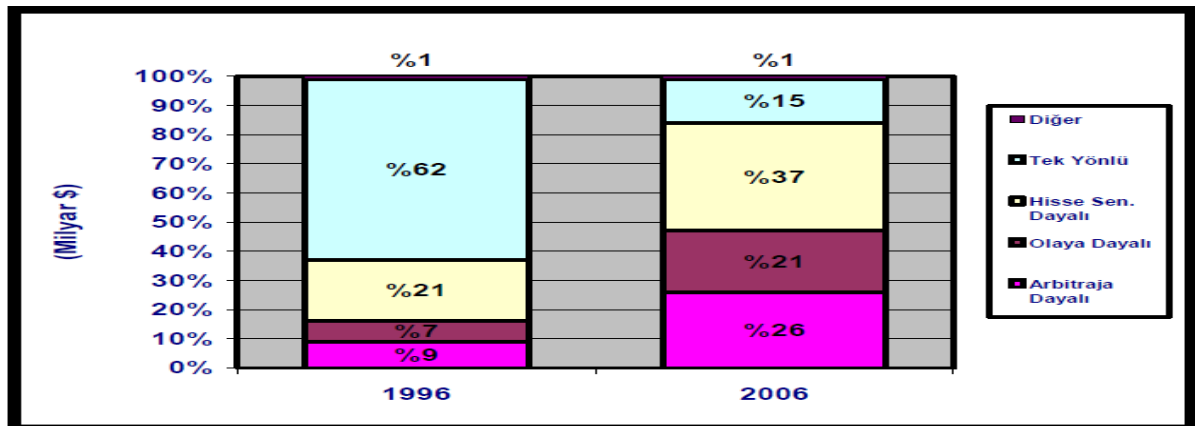
**Piyasa nötr pozisyon:** Hisse senedi piyasalarındaki tutarsızlıklardan faydalanma amacıyla kısa ve uzun pozisyon almaya dayalı stratejilerdir.

#### d) Tek Yönlü Stratejiler

**Makro:** Hisse senedi piyasalarının, faiz oranlarının, enerji fiyatlarının veya kurların hareket yönünü tahmin etmeye dayalı, spekülatif ya da

**Gelişmekte olan piyasalar:** Daha fazla risk içeren gelişmekte olan piyasa varlıklarına yatırım yapılarak fazla getiri elde etmeye dayalı stratejilerdir.

### SERBEST YATIRIM FONLARININ YATIRIM STRATEJİLERİNİN GELİŞİMİ



**LCTM-LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT**

LTCM 1994 yılında Salomón Brothers'ın eski başkan yardımcısı ve sabit getirili menkul kıymetler biriminin başı olan John Meriwether tarafından Cayman adaları merkezli olarak kurulmuş olup, John Meriwether ile birlikte, geliştirdikleri Black and Scholes modeli ile ekonomi alanında 1997 Nobel ödülünü kazanmış olan Myron Scholes ve Robert Merton ve zamanın FED başkan yardımcısı David Mullins tarafından işletilmiştir. Özetle, kadrosunda zamanın en parlak akademisyenlerini, piyasa dâhilerini, eski devlet görevlilerini barındırmakta olan firma, sağladığı prestije paralel olarak, piyasa genelinde uygulanan komisyon %1'lik yönetim ücreti ve %20'lik temettü iken, %2 oranında yönetim ücreti ve %25 temettü oranı ile çalışmış, yatırımcılarından 3 yıl boyunca fondan çıkış yapamayacakları konusunda güvence almış ve 10 milyon ABD Doları'nın altında yatırım kabul etmemiştir.

Fon'un ana stratejisi, sabit getirili yatırım araçları arasındaki farklılık ve anomalilerden faydalanarak getiri sağlamak olup, bu stratejiye göre uzun ve kısa pozisyonlar sayesinde piyasa hareketlerinin portföy üzerindeki etkisinin minimize edilmesi temeline dayandırılmış, George Soros'un yönettiği Quantum Fonu'nun tersine piyasa hareketlerinden etkilenmemek öncelikli politika olmuştur.

Bu koşullarla çalışan fon, 1994-1996 döneminde, piyasa genelinin üzerinde %28, %59 ve %57 oranında getiri sağlamış, 1997 yılında ise fonun miktarının çok yüksek rakamlara ulaşması ve stratejilerinin diğer serbest yatırım fonları tarafından kopyalanması nedeniyle getirisi, piyasanın önde giden yatırım bankalarının gerisinde %17 oranında kalmıştır. 1997 yılındaki düşük getiri sonrasında, fon yöneticileri 2.7 milyar ABD Doları tutarındaki katılma belgelerini yatırımcılarından geri toplayarak, fon miktarını azaltıp kaldıraç artırma yoluna gitmiş, aynı zamanda yeni stratejilere yönelerek, deneyim sahibi olmadıkları alanlarda da pozisyon almaya başlamışlardır. Öncelikle sabit getirili piyasadan uzaklaşarak, portföy, hisse senedi piyasasına yayılmış, hisse senedi opsiyonlarında kısa pozisyon alınmış, yine hisse senedi piyasalarında risk arbitraji yapma amacıyla birleşme ve devralmalardan faydalanmaya yönelmiştir.

LTCM'in çöküşü ilk olarak 1998 yılının 17 Temmuz'unda Salomon Smith Barney'in faizle ilgili pozisyonlarını bozmasıyla başlamış, bu olayda LTCM 4.9 milyar ABD Dolarına ulaşan varlıklarının %10'unu kaybetmiştir.

Ardından, 17 Ağustos'da Rusya'da yapılan devalüasyon ve moratoryum ilanı ile, LTCM'in portföyünde bulunan bütün likit olmayan varlıklar değer kaybetmeye başlamış, gelişmekte olan piyasalardaki pozisyonlardan büyük zararlar oluşmuştur.

Bu süreçte, karşılıklı hedge amaçlı pozisyonlar arasındaki spreadin hızla artmaya başlaması sonucunda, LTCM birkaç gün içinde 550 milyon ABD Doları kaybetmiş, 21 Eylül 1998 itibariyle, Fon'un 4.5 milyar ABD Doları olan net varlığı 1 milyar ABD Dolarının altına düşmüştür. Fonun o gün için bilanço kaldıraç 130, bilanço dışı kaldıraç oranı ise 1,200 civarında olduğundan,

portföydeki %1'in altındaki bir değişikliğin bile fonun varlıklarını sıfırlama tehlikesi doğmuştur.

Varolan portföyün büyüklüğünün sistemik risk oluşturması sebebiyle FED'in koordine ettiği 14 kreditor banka, 3.6 milyar ABD Doları olan fon borcunu silerek fona %90 oranında ortak olmuş, sonrasında fonun almış olduğu pozisyonlar çözülerek likidite edilmiş, bu pozisyon çözümlenmesiyle birlikte toplam kayıp 4.6 milyar ABD Dolarını bulmuştur.

Aslında bir başka açıdan bakıldığında, firmanın Rusya'dan kaynaklanan bir küresel likidite şokunun kurbanı olduğu da kabul gören bir yaklaşım olmakla birlikte, LCTM olayı, finans tarihine serbest fonların aşırı kaldıraç kullanımının piyasalarda sistemik riske yolaçtığı ilk büyük disiplin bozucu olay olarak geçmiştir. Aşırı kaldıraç kullanan ve yatırım yaptığı piyasanın genel gidişatı ile bağlantısı yüksek büyük meblağlarda pozisyon sahibi olan finans kurumu, pozisyonlarını bozmak zorunda kaldığında, iş yaptığı tüm karşı tarafları da ağır kayıplarla karşı karşıya bırakmakta ve daha da ileri giderek, varlık fiyatlarının yükselmesi, likidite koşullarının sıkılaşması ve piyasada belirsizlik ortamı yaratılması ile birlikte, kendisiyle bir bağlantısı bulunmayan finans piyasası kurumlarını da sürükleyerek sistemik bir riskin doğmasına yol açmaktadır.

Böyle bir sistemik risk tehlikesinin ortaya çıkmasını engelleyebilecek mekanizma, kreditorler, yatırımcılar ve birincil aracilar gibi iş ilişkisinde bulunan tarafların gözetimleri ve kamuyu aydınlatma baskılarıyla disiplin ortamını zorlamaları olup, LCTM olayında, söz konusu tarafların, isim yapmış yöneticilerle yaratılan prestije güvenerek firmanın strateji değişikliklerini yeterince sorgulamaması nedeniyle bu disiplin bozulmuş, mekanizma gerektiği gibi işleyememiştir.

Küresel piyasalar LCTM olayından aşırı kaldıraç kullanımının "counterparty risk" olarak adlandırılan kreditorler, birincil aracilar ve benzeri destek hizmeti sağlayanlar gibi ilişkili taraflarda yaratabileceği riskin dikkatle izlenmesi ve yönetilmesi gerektiği çıkarımını yapmış olup, düzenleyici otoritelerde bu çıkarımın gereği olarak, birincil aracilar dahil tüm taraflara yükümlülük getirmeyi hedefleyen, kamunun aydınlatılmasına yönelik uygulamalara ağırlık verilmesi eğilimi oluşmuştur.

## 6. Bireysel Emeklilik Fonları (Pension Funds)

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES), bireylerin gelir elde ettikleri dönemde düzenli olarak tasarruflarda bulunmaları, yatırıma yönlendirilen tasarruflarıyla birikim oluşturmaları ve emeklilikte gelir elde etmeleri üzerine kurulmuş bir özel emeklilik sistemidir. Bu sistem ile hem bireylerin emeklilik dönemindeki refah düzeyi yükselmekte, hem de oluşan uzun vadeli emeklilik fonları ekonomiye ciddi bir kaynak yaratmaktadır.

Bireysel Emeklilik Sistemi, devletin sosyal güvenlik sistemini tamamlar nitelikte, bireylerin gönüllü katılımı esasına dayanan özel bir emeklilik sistemidir. BES'e katılım zorunlu değildir. Katılımcılar, mevcut gelir düzeyleri ve emeklilik dönemine ait gelir beklentilerini göz önüne alarak, katkı payı tutarını belirler ve emeklilik sözleşmesi imzalayarak sisteme dahil olur. Sistemin genel amacı, bireylerin aktif olarak gelir elde etmekte oldukları dönem içerisinde, gelecekteki emeklilik dönemleri için düzenli olarak tasarruflarda bulunarak birikim oluşturmalarını ve emeklilik geliri elde etmelerini sağlayacak, çağdaş bir gelecek güvencesi alternatifini topluma sunmaktır.

### BES'te Emeklilik

Bireysel emeklilik sisteminde 31.12.2010 tarihine kadar 2.848 kişi emekli olarak birikimlerini düzenli ödeme ya da toplu olarak almaya hak kazanmıştır. Bu kişiler, şu anda emeklilik hakkını kazanmış kitlenin yaklaşık olarak %70'ini oluşturmakta, %30'luk bir kesim de emeklilik hakkını elde etmesine rağmen sistemde birikim yapmaya devam etmektedir.

Bilindiği gibi, bireysel emeklilik sisteminden emeklilik hakkını kazanabilmek için kişinin 10 yıl düzenli katkı yaparak sistemde kalması ve 56 yaşını doldurması gerekmektedir. İlk emekliler, birikimli hayat sigortalarından veya vakıf, sandık, tüzel kişiliği haiz meslek kuruluşu veya sair ticaret şirketinden aktarım yapan katılımcılardan oluşmaktadır.

Bu tür kuruluşlardan aktarılan ve daha sonra bireysel emeklilik sisteminde ödenen toplam 76,0 milyon TL katkı, bireysel emeklilik sisteminde geçirdiği süre sonunda, gelir vergisi stopajı sonrası %36 getiri elde ederek 103,7 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Kişilere yapılan ödeme tutarlarına bakıldığında, ortalama birikimin 40.000 TL civarında ve ortanca birikimin de 23.500 TL civarında olduğu, emeklilerin %75'inin 16.000 TL veya üzerinde bir emeklilik ödemesi aldığı görülmektedir.

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu başta Maliye Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu olmak üzere ilgili tüm kesimlerin görüş ve önerilerinin değerlendirildiği ortak bir metin ve sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak TBMM tarafından 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilmiş, 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Kanun, yayımı tarihinden itibaren 6 ay sonra 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Emeklilik şirketi olarak faaliyet gösterecek tüm şirketler;

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı
- Emeklilik Gözetim Merkezi
- Aktüeryal denetim
- Bağımsız dış denetim
- Şirket iç denetim unsurları tarafından denetim sürekli ve gözetim altındadır.

## 6.1. Sistemin İşleyişi

Sözleşmenin kurulması ve katkıların toplanması:

Sisteme girmek isteyen katılımcı, gelir düzeyi, emeklilik dönemindeki gelir beklentileri ve yatırım tercihleri yönünde plan seçerek emeklilik sözleşmesi başvuru formunu doldurur. İlk katkı payının veya giriş aidatının bir kısmının veya tamamının ödenmesi üzerine, emeklilik şirketi teklifi en geç 10 iş günü içinde yazılı olarak reddetmezse, emeklilik sözleşmesi kurulmuş olur. Sözleşme kurulduktan sonra katılımcının ve varsa işverenin ödediği katkılar, katılımcı adına açılan bireysel emeklilik hesabında izlenir.

Katkıların yatırıma yönlendirilmesi:

Bireysel Emeklilik hesaplarına ödenen katkı payları, katılımcının seçtiği emeklilik yatırım fonlarında yatırıma yönlendirilir. Emeklilik yatırım fonları, emeklilik şirketinin portföy yönetim şirketi ile yapacağı ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanacak portföy yönetim sözleşmesine göre yönetilir. Sistemde kalınan süre boyunca birikimler bireysel emeklilik hesabında izlenir ve bireysel emeklilik hesabına ilişkin her türlü bilgi düzenli olarak katılımcıya iletilir. Bu bilgiler, bireysel emeklilik hesabına yatırılan katkı tutarlarını, hesaptaki emeklilik yatırım fonlarının detaylarını ve birikimlerin değerlerini içerir.

Katılımcı, katkı paylarının ve birikimlerinin değerlendirildiği emeklilik fonlarını ve bu fonlara dağılım oranlarını yılda en fazla 4 defa değiştirebilir. Ayrıca, bir emeklilik şirketinde 1 yılını dolduran katılımcı dilerse birikimlerini başka bir emeklilik şirketine aktarabilir.

## 6.2. Sistemin Kazandırdıkları

- Rahat Bir Emeklilik

Sistemde en az 10 yıl kalarak ve 56 yaşını tamamladıktan sonra emekli olabilirsiniz. Emekliliğe hak kazandığınızda, birikimlerinizi kısmen veya toplu olarak alabileceğiniz gibi emeklilik maaşı sağlayan yıllık gelir sigortası sözleşmesi yaptırarak tercihleriniz doğrultusunda geçişecek emeklilik maaşınızı almaya hak kazanabilirsiniz.

- Güven

Sistemin tüm unsurları denetim altındadır. Şirketinizin faaliyetleri Hazine Müsteşarlığı, fonların ve portföy yöneticilerinin faaliyetleri ise Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yılda en az bir kere denetlenir. Şirketinizin yılda en az bir kere bağımsız dış denetim yaptırması zorunlu olduğu gibi, fonların hesap ve işlemleri ayrıca, üçer aylık dönemler itibarıyla bağımsız dış denetime tabidir. Şirketlerin günlük faaliyetleri ise Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) tarafından elektronik ortamda izlenir.

- Şeffaflık

Bireysel emeklilik hesaplarınız Takasbank nezdinde tutulur. Bu hesaplardan günlük olarak fon paylarınızı izleyebilirsiniz.

- Vergi Avantajı

Ödediğiniz katkı paylarınızı, brüt asgari ücretin yıllık tutarını ve ücretli iseniz brüt ücretinizin, değilseniz beyan ettiğiniz gelirin %10'unu aşmamak kaydı ile vergi matrahınızdan indirebilirsiniz. Emeklilik yatırım fonlarının getirileri stopaj kesintisinden muaf olduğu için yatırım aşamasında ayrıca avantajınız olur.

- Emeklilik Gelirinizi Etkileyen Kararlarda Söz Hakkı

Bireysel emeklilik aracınız tarafından uygulanması zorunlu olan risk getiri profili formu yatırımlarda risk alabilme derecenizi tespit etmenize yardımcı olur. Emeklilik planınız çerçevesinde, yatırım yapmak istediğiniz fonu alma, istediğiniz risk derecesine göre seçme ve yılda 6 defa değiştirme hakkınız var.

- Profesyonel Fon Yönetimi

Birikimleriniz emeklilik yatırım fonlarında profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilir.

- Lisanslı Aracılardan Hizmet

Bireysel emeklilik sisteminin tanıtım ve satışı, mesleki yeterlilikleri ölçülmüş, sınavda başarılı olmuş bireysel emeklilik araçları tarafından yapılır.

- Ödemeye Ara Verme Hakkı

Mali durumunuzda beklenmedik gelişmeler olduğu dönemlerde katkı payı ödemeye ara verebilirsiniz. Ara verdiğiniz dönem, emeklilik hakkı kazanmanız için gerekli 10 yıl hesaplamasına, emeklilik hakkınızı kullanacağınız sırada bu döneme karşılık gelen asgari katkı payı tutarını ödemeniz durumunda dahil edilir.

- Başka Bir Emeklilik Şirketine Geçme ve Hesap Birleştirme Hakkı

Mevcut şirketinizdeki emeklilik sözleşmenizin yürürlük tarihinden itibaren 1 yıl sonra başka bir emeklilik şirketine geçme, farklı şirketlerdeki hesaplarınızı birleştirme hakkınız var.

Aşağıda Sharpe oranına göre Emeklilik fonları sıralanmıştır.

Bu çalışmada Sharpe oranı, fonların halka arz edildiği tarihten itibaren hesaplanmış ve risksiz getiri oranı olarak TKYD

(Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Derneği) O/N Brüt Repo Endeksi kullanılmıştır.

### Sharpe Oranına Göre İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu

Sıra No	Emeklilik Yatırım Fonları	Halka Arz Tarihi	Ortalama Günlük Getiri (%)	Standart Sapma (%)	Sharpe Oranı (g)
1	Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF	07.11.2008	0,031	0,049	0,185
2	Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF	07.11.2008	0,041	0,077	0,169
3	Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Esnek EYF	07.11.2008	0,061	0,434	0,142
4	Groupama Emeklilik A.Ş. Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF	03.09.2008	0,033	0,073	0,134
5	Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Esnek EYF	17.07.2009	0,058	0,444	0,126
6	Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek EYF	07.11.2008	0,058	0,255	0,124
7	Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF	07.11.2008	0,123	1,230	0,116
8	Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF	07.11.2008	0,123	1,257	0,108
9	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Grup EYF	08.05.2008	0,034	0,055	0,106
10	Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Esnek EYF	18.11.2009	0,043	0,235	0,098
11	Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF	18.11.2009	0,096	1,161	0,083
12	Groupama Emeklilik A.Ş. Gruplara Yönelik Esnek EYF	03.09.2008	0,028	0,322	0,074
13	Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF	25.08.2004	0,039	0,072	0,067
14	Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF	09.06.2006	0,034	0,057	0,063
15	Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları EYF	07.05.2008	0,035	0,084	0,060
16	Ing Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Esnek EYF	02.06.2008	0,040	0,323	0,059
17	Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Esnek EYF	22.02.2005	0,031	0,031	0,059
18	Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Grup Devlet İç Borçları Senetleri EYF	12.03.2007	0,032	0,040	0,059
19	Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek Alternatif EYF	25.06.2009	0,028	0,070	0,052
20	Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Esnek EYF	27.10.2003	0,068	0,654	0,049

Sıralama anahtarı sütun gölgeli gösterilmiştir.  
2010 yılında halka arz edilmiş fonlar hesaplamaya katılmamıştır.  
(g) Bu oranlar günlük getirilerden hesaplanmıştır.

### Kurucu Bazında Emeklilik Yatırım Fonları Net Varlık Değerleri

Kurucu	Toplam Net Varlık Değeri (TL)				Oran (%) 31.12.2010
	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	
Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.	63.635.102	77.339.914	86.573.495	104.050.064	0,87
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.	235.790.957	324.076.159	433.157.899	534.042.315	4,44
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	910.414.689	1.322.987.329	1.953.537.368	2.620.401.862	21,81
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	1.129.986.386	1.440.396.293	1.993.073.991	2.558.352.183	21,29
Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş.			12.956.678	42.604.992	0,35
Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş.		6.613.942	16.109.455	54.026.134	0,45
Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş.		2.023.693	16.941.477	51.263.407	0,43
Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş.	138.857.386	238.774.341	324.014.738	394.131.303	3,28
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.	572.723.004	898.092.845	1.326.745.425	1.834.911.032	15,27
Groupama Emeklilik A.Ş.	251.385.402	373.334.473	527.610.726	624.289.321	5,19
Ing Emeklilik A.Ş.	275.285.053	350.478.043	509.901.000	639.760.041	5,32
Vakıf Emeklilik A.Ş.	291.903.559	399.148.793	536.066.526	700.897.896	5,83
Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.	700.943.062	951.219.195	1.370.198.237	1.858.404.498	15,46
<b>TOPLAM</b>	<b>4.570.924.599</b>	<b>6.384.485.020</b>	<b>9.106.887.016</b>	<b>12.017.135.048</b>	<b>100,00</b>



Yukarıda kurucu bazında emeklilik yatırım fonlarının net varlıkları verilmiştir. Diğer ülkelere ait emeklilik ve sosyal güvenlik fonları incelenecek olur ise Amerika'dan sonra Japonya ve Kore 2009 itibariyle başı çekmektedir.

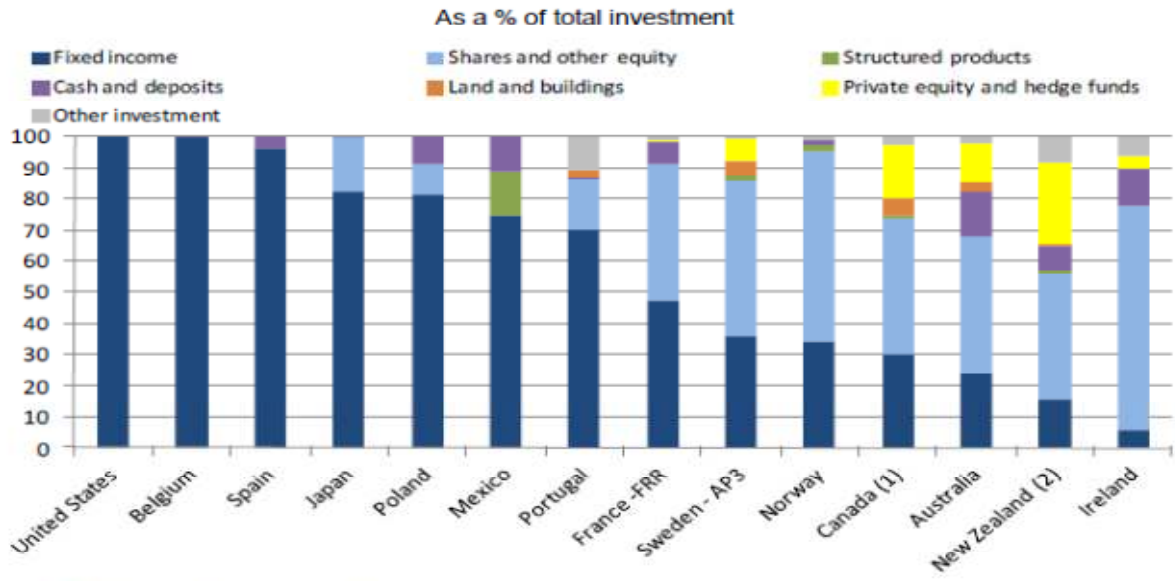
**Table 2. Size of public pension reserve fund markets in selected OECD countries, 2009**

Type of fund	Country	Name of the fund or institution	Founded in	Assets		
				USD billions	% of GDP	% increase
Social Security Reserve Fund	Canada	Canadian Pension Plan	1997	108.6	8.5	13.8
	France (1)	AGIRC-ARRCO	n.d.	72.4	2.5	n.d.
	Japan (1)	Government Pension Investment Fund	2006	1 137.7	23.2	n.d.
	Korea	National Pension Fund	1988	217.8	26.1	17.9
	Mexico	IMSS Reserve	n.d.	3.6	0.3	3.3
	Poland	Demographic Reserve Fund	2002	2.3	0.5	64.4
	Portugal	Social Security Financial Stabilisation Fund	1999	13.1	5.7	12.8
	Spain	Social Security Reserve Fund	1997	83.4	5.7	4.9
	Sweden	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	108.8	27.2	13.2
	United States	Social Security Trust Fund	1940	2 540.3	17.9	5.0
Sovereign Pension Reserve Fund	Australia	Future Fund	2006	51.6	5.9	11.0
	Belgium	Zilverfonds	2001	23.5	5.0	4.4
	France	Fond de Réserve des Retraites (FRR)	1999	46.3	1.7	20.6
	Ireland	National Pensions Reserve Fund	2000	31.0	13.7	38.5
	New Zealand (2)	New Zealand Superannuation Fund	2001	8.3	7.1	-6.7
	Norway (3)	Government Pension Fund - Norway	n.d.	19.0	5.0	32.9
Total selected OECD countries (4)				4 467.7	18.6	7.3

Source: OECD Global Pension Statistics.

Aşağıdaki diğer bir grafikte ise kamu emeklilik fonlarını yatırımları göz önünde bulundurulduğunda Amerika ve Belçika da düzenli sabit gelirle oluşturulan fonlara karşılık İrlanda yeni Zelanda ve Avustralya da özel kesim tahvil ve hedge fonlar dahil edilmektedir.

**Figure 12. Asset allocation of public pension reserve funds in selected OECD countries, 2009**



Source: OECD Global Pension Statistics.

## Kaynakça

Akıncı, A. (1996). TKB'nin Yapısal Dönüşümü İçin Sistemik Bir Çevre Önerisi Ve Öncelikler. Ankara: TKB APM Raporu

Bankalarımız 1995, Türkiye Bankalar Birliği 1996

Çonkar, K. (1988). Kalkınma Bankacılığı Ve Türkiye'deki Uygulama. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 374

Demirel, A. (1990). Türkiye'de Kalkınma Ve Yatırım Bankacılığında Yeni Gelişmeler. İstanbul: İ.A.V. Yayını

Dış Ticarete Diğer Finansman Yöntemleri: Factoring, Forfaiting ve Finansal Kiralama, Süleyman Demirel Üniversitesi Sunumu

Dölcübaş, A: (1998). Türkiye Ekonomisinde Kalkınma Ve Yatırım Bankacılığı Ve 1980 Sonrası Kalkınma ve Yatırım Bankacılığında Performans Gelişimi. Eskişehir: Yüksek Lisans Tezi

Ekinciöğlü, E. (1989). Kalkınma Bankalarının Kuruluş Nedenleri Ve Fonksiyonu. Ankara: TKB Yayını

Emek, T. (1991). Kalkınma Ve Yatırım Bankacılığı, Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi. Ankara: TKB Yayını

Gardener, E. and Molyneux, (2001). Investment Banking: 2nd Edition, Euromoney Books.

Kalafat, E. (1991). Yatırım Bankacılığı. İstanbul: Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Yayını

Öcal, Tezer, Türk Banka Sistemi, Ankara 1973

## Web Sayfaları:

[www.egm.org.tr](http://www.egm.org.tr) (Bireysel Emeklilik Sistemi2010 Gelişim Raporu)

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

<http://www.oecd.org/dataoecd/30/40/43943964.pdf>

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

[www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com) (hedge)

[www.iimcal.ac.in/community/finclub/dhan/dhan2/art22-hf.pdf](http://www.iimcal.ac.in/community/finclub/dhan/dhan2/art22-hf.pdf) (hedge)

<http://eprints.lse.ac.uk/24675/1/dp477.pdf> (hedge)

[http://www.tbb.org.tr/tr/Banka\\_ve\\_Sektor\\_Bilgileri/Tum\\_Raporlar.aspx](http://www.tbb.org.tr/tr/Banka_ve_Sektor_Bilgileri/Tum_Raporlar.aspx)