

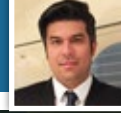
Capital Geniş Açı

İŞ YATIRIM
Katkılarıyla



Üç ayda bir yayınlanır
KASIM 2015

YATIRIMCILAR TÜREV ÜRÜNLERİ SEVDİ



SERHAT
DEVECİOĞLU



SERMAYE PİYASALARINDA YENİ ÜRÜNLER

FOREKS'TE İŞ YATIRIM FARKI

ANALİZ

Teknik ve temel analiz desteği ile yorum ve görüş içeren araştırma raporları

TEKNOLOJİ

İki farklı platform ile Altın, Gümüş ve 34 döviz çiftinde, 24 saat kesintisiz ve hızlı işlem

FİYATLAMA

Gerçek piyasa fiyatları ile güvenli ve anında emir iletimi

HESAP AÇMA

Güvenli hesap açma, 24 saat para transferi ve swaplı-swapsız işlem imkanı

Ücretsiz demoyu indirmek için

www.trademasterfx.com.tr

Uygun hesap açma limitlerimizle ilgili bilgi almak için

0212 350 20 20 | trademasterfx@isyatirim.com.tr

[/TradeMasterFX](https://twitter.com/TradeMasterFX) [f /TradeMasterFX](https://facebook.com/TradeMasterFX)

Foreks Dünyası Bizim İş'imiz...



İnternet olan her yerde, doğru fiyatlarla kolay yatırım

Türkiye İş Bankası kuruluşudur.

TÜRKİYE İŞ BANKASI



Sermaye piyasalarında ürün çeşitliliği, hem piyasaların derinliği hem yatırımcı taleplerinin cevaplanması açısından kritik öneme sahip. Her ne kadar bu anlamda gidecek daha çok yolumuz olsa da özellikle son dönemde atılan adımlar dikkate değer. Özellikle 2012 yılının sonunda yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu, bu açıdan önem taşıyor. Küresel finansal gelişmelere daha kolay cevap verebilecek bir sermaye piyasasının oluşturulmasını amaçlayan kanun, bireysel ve kurumsal yatırımcıları korumakla birlikte, piyasaya esneklik ve çeşitlilik sağlamayı da hedefliyor.

Yeni ürünler ne getirecek?

Peki Türkiye sermaye piyasaları yeni ürün dizayn etme açısından hangi noktada? Bu ürünler piyasaya ne katıyor, gerek getirileri gerekse riskleri konusunda uzmanlar ne diyor? Belki de en önemlisi, yatırımcının yeni ürünlere ilgisi ve talebi ne düzeyde?

Tüm bu soruların yanıtlarını, Geniş Açı'nın yeni sayısında masaya yatırdık. "Sermaye Piyasalarında Yeni Ürünler ve Gelişimleri" başlıklı toplantıda, Türkiye ve global sermaye piyasalarındaki yeni ürünler, yatırımcıların bu tarz ürünlere bakışı, arz-talep dengesi, getiri ve riskler ile işin mevzuat boyutu detaylarıyla tartışıldı.

Konuyla ilgili tüm tarafların bulunduğu toplantıda, yeni ürünlere ilişkin merak edilen birçok sorunun da yanıt bulduğuna inanıyoruz.

İyi okumalar,

Yasemin Erdoğan



Doğan Burda

Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.

Trump Towers, Kule 2, Kat 21-24, 34387 Şişli-İstanbul

Tel: 0 212 410 32 28 Faks: 0 212 410 32 27

capital@doganburda.com

İcra Kurulu Başkanı Mehmet Y. Yılmaz

Yayın Direktörü (Sorumlu) M. Rauf Ateş

Yayın Yönetmeni Sedef Seçkin Büyük

Yazı İşleri Müdürü Ebru Fırat

Haber Müdürü Şeyma Öncel Bayıksel

Görsel Yönetmen A. Bertoğ Patır

Editör Yasemin Erdoğan

Sayfa Yapımcısı Ozan Gürel

Grafik Yaman Tetik

Fotoğraflar Gökhan Çelebi, Hüseyin Öngen

Marka Müdürü Gökçe Aykaç

Ankara Temsilcisi Erdal İpekeşen

Tel: 0 312 207 00 95

Yönetim

Genel Yayın Koordinatörü Yeşim Denizel

Projeler Direktörü (Tüzel Kişi Temsilcisi) Ferit Özkaşıkçı

Satış Direktörü Orhan Taşkın

Finans Direktörü Didem Kurucu

Üretim Direktörü Servet Kavasoğlu

Reklam

Grup Başkanı Viki Habif

Grup Başkan Yardımcısı Nil Erhan Aydemir

Satış Müdürü Filiz Kavak, Aysin Sarıkaya,

Sevil Hoşman, Ebru Elçi

Teknik Müdür Nusret Kırmıoğlu

Tel: 0 212 336 53 60-(3 hat) Faks: 0 212 336 53 90

Kurumsal İletişim Direktörü Seren Urun

Rezervasyon

Tel: 0 212 336 53 00-57-59 Faks: 0 212 336 53 92-93

Ankara Reklam Bölge Temsilcisi Sezinur Balıkcıoğlu

Tel: 0 312 207 00 72 - 73

Hedef Sayfalar

Tel: 0 212 336 53 70 Faks: 0 212 336 53 91

Maya Akar Center, Kat: 7 Büyükdere Cad.

No: 100-102 34394 Esentepe/İSTANBUL

Baskı APA UNIPRINT Basım San. ve Tic. A.Ş.

Hadımköy İstanbul Cad. Ömerli Mahallesi No:159

34555 Arnavutköy / İstanbul / TÜRKİYE

Tel: 90212 798 28 40 / Faks: 90212 798 20 63

Dağıtım Yaysat A.Ş. Tel: 0 212 622 22 22

Yayın Türü Yerel, süreli, 3 aylık **FİPP** üyesidir.

© Capital Dergisi Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş. tarafından T.C. yasalarına uygun olarak yayımlanmaktadır. Capital Dergisi'nin isim ve yayın hakkı Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.'ye aittir. Dergide yayımlanan yazı, fotoğraf, harita, illüstrasyon ve konuların her hakkı saklıdır. İzinsiz, kaynak gösterilerek dahi alıntı yapılamaz.

DB Okur Hizmetleri hattı Tel: 0212 478 03 00

okurhizmetleri@doganburda.com

DB Abone Hizmetleri hattı

Tel: 0212 478 03 00 Faks: 0212 410 35 12-13

abone@doganburda.com

Her gün saat 09.00-22.00 arasında

hizmet verilmektedir.

SERMAYE PİYASALARINDA YENİ ÜRÜNLER

Piyasanın gelişimi için kritik önem taşıyan türev ürünlere olan ilgi, her geçen gün artıyor. Gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcıların tercih ettiği türev ürünlerdeki çeşitlilik, piyasanın derinliği açısından da önemli. Varantlar, endeks opsiyon sözleşmeleri, pay vadeli işlem sözleşmeleri bu ürünlerden bazıları...

Ancak yeni ürünler dendiğinde işin kritik birkaç boyutu da var. Risk okuryazarlığı, finansal farkındalık ve mevzuatsal düzenlemeler, bu konu başlıkları arasında sayılabilir.

Geniş Açı'da bu ay, sermaye piyasaları için büyük önem taşıyan yeni ürünler ve gelişimleri konusu tartışıldı.

Moderatörlüğünü, İş Yatırım Uluslararası Piyasalar Müdürü Şant Manukyan'ın yaptığı toplantıya, Borsa İstanbul Genel Müdür Yardımcısı Çetin Ali Dönmez, SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkan Yardımcısı Eser Şagar, Boğaziçi Üniversitesi Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi (CARF) Direktörü Ali Çoşkun, İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı Yiğit Arıkök ve İş Portföy Genel Müdür Yardımcısı Emrah Yücel katıldı. Toplantıda, hem yeni ürünlerin piyasaya katkıları, hem eksik taraflar ve yapılması gerekenler değerlendirildi.



Yasemin Erdoğan: Merhabalar. Öncelikle hepiniz hoş geldiniz. Üç ayda bir İş Yatırım ile beraber organize ettiğimiz Geniş Açı toplantımızda bu ay da çok değerli isimlerle bir aradayız. Yuvarlak masa toplantımızın bu akşamki konusu, “Sermaye Piyasalarında Yeni Ürünler ve Gelişimleri” olarak belirlendi. Ben sözü hemen toplantının moderatörlüğünü üstlenecek olan İş Yatırım Uluslararası Piyasalar Müdürü Şant Manukyan’a bırakıyorum.

Şant Manukyan: Öncelikle İş Yatırım adına hepinize katılımınız için çok teşekkür ediyorum. Sözlerime, değerli konuklarımızı tanıtarak başlayayım.

Borsa İstanbul Genel Müdür Yardımcısı Çetin Ali Dönmez, Boğaziçi Üniversitesi Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi (CARF) Direktörü Ali Coşkun, İş Portföy Genel Müdür Yardımcısı Emrah Yücel, İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı Yiğit Arıkoç ve SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkan Yardımcısı Eser Şagar bizimle.

Konumuz genel olarak yeni sermaye piyasası ürünleri ve Türkiye’deki sermaye piyasalarının gelişimi. İlk sorumu Ali Coşkun Bey’e soracağım. 2007’ye kadar olan dönemde özellikle türev ürünler açısından baktığımızda, ABD tarafından sermaye piyasalarına ciddi yenilikler geldi. Ardından 2007 dönemindeki krizin ardından bunların ne kadar riskli olabileceğini gördük. Sonrasında bazı regülasyonlar ve birtakım toparlanmalar yapıldı.

Şu anda özellikle yeni ürünler ve türev piyasalarında alınan bazı önlemler, bizi nereye getirdi? Hala riskler var mı? Yoksa geriye doğru baktığımızda bir rahatlama bahsedebilir miyiz?

Ali Coşkun: Teşekkür ederim. Esasında bu konuya güven unsuruyla başlamak daha doğru olabilir. Sermaye piyasalarında güven için önemli üç tane ayak var: Birincisi eğitim ayağı. Ürünlerin piyasalarda ne kadar likit olduğu, derinlikli alım satımı yapıp yapılmadığı yönü var. Bir de piyasanın ihtiyacı olan ürünlerin verilir verilmeyeceğine dair bir ayak var. Bahsettiğiniz gibi 2008’e kadar artuk “Vahşi Batı” denilebilecek bir tarzda finansal mühendisliğin ortaya çıkardığı ürünler oldu. Kimse bu işin ne olduğunu çok fazla bilmiyordu. Bu da güven ayağını zedeleyici bir tarafa gitti. Toplantıya gelmeden önce Bank for International Settlements (BIS) verilerine göz attım. Tezgaah üstü piyasalardaki türev ürünlerin oranları 2000 yılında 95 trilyon dolarlarda

imiş. Sonra 2007 – 2008’lerde 500 trilyonlara geliyor. 2008’lerde 600 milyar’larda kalıyor. Demek ki kriz sonrasında, belki regülasyondan dolayı belki de insanların risk algısı ve güven ihtiyacı nedeniyle, türev piyasalarında türev ürünlere olan bakış değişti.

Sorduğunuz soru itibarıyla “Kriz sonrasında neler yaşandı?” dersiniz, evet çok fazla regülasyonlar var denebilir. Pazar regüle edilmeye çalışıldı. Ama hep bir arka kapı bırakılıyor. Şimdi o kadar çok regülasyon yapıldı ki bunları düzenlemek için yeni ürünler bulmamız lazım. Yeni metotlar bulmamız lazım. Onun için bence sorun ürünlerin regülasyonu değil. Ürünleri regüle ederken yasaklarla değil caydırma ile ilerlemek lazım. Onun yöntemini belki SPK’dan Eser Bey bizimle daha net paylaşacaktır. Biz akademisyenler olarak genelde “post” duruma bakıyoruz. Yani regülasyon yapıldıktan sonra ne olabileceğine bakıyoruz. O anlamda bence caydırmayı amaçlayan bir

ALİ COŞKUN / BOĞAZİÇİ ÜNİVERSİTESİ CARF DİREKTÖRÜ

“FİNANSAL OKURYAZARLIK ARTMALI”

Türev ürünlerinde üç ayak çok önemli. Öncelikle yatırımcıya eğitim vermemiz lazım. Bu amaçla Boğaziçi Üniversitesi olarak BİST ile beraber çalışarak VİOP Akademi adı altında bir çalışma yürüttük. İşin bir ayağında, bunu üst yöneticilere, piyasa profesyonellerine ve gerekirse de okuryazarlık, farkındalık sağlama noktasında bireysel yatırımcıya anlatmanın önemi üzerinde duruyoruz. Kendi öğrencilerimizle de eğitim çalışmaları yapıyoruz. İkinci bir ayak da şu: Ben bankaların kotasyon girmesi gerektiğini düşünüyorum. Derinleşmesi lazım. Bir fiyat ortaya çıkması lazım. İnsanlar artık bir şekilde alım satım yapabileceklerini görmeliler. Üçüncü önemli ayak ise şu: Piyasa ihtiyacı nedir? Her yerde yeni ürün çıkarmaktan bahsediliyor. Finansal mühendisler bunu yapabiliyorlar. Ama bu ihtiyaca bağlı bir ürün mü? Spekülasyon mu? Risk yönetimi mi? Hedging için mi? Ne için çıkarılıyor? Bunlara bakmakta fayda olduğunu düşünüyorum.

sistem oturtulmalı. Bu cezalarla da olabilir teşvik ederek de olabilir. Onu konuşmamız lazım. Ama bir şekilde bu türev önlemlerle ilgili düşünülmesi gerekiyor.

Bu anlamda iki adet ürün ön plana çıkıyor. Biri Forex, FX ürünleri. FX ürünlerine baktığımızda yine birkaç rakam vermek istiyorum. Piyasa şu şekilde: Bunlar 100 kaldıraça kadar ürünler. Oynayan insanların yüzde 80'inin çok kısa zamanda ellerindekini kaybettiklerini görüyoruz. Elimizdeki verilerden bunu görebiliyoruz. Ama buna karşılık bu devrede çok da fazla oyuncu giriyor. Piyasa profesyonelleri ile sohbetlerimizden anladığım kadarıyla son dönemde bu konuda şikayetler de başladı. Belki bu durumun yeni yeni farkına varılıyor. Ama ilginç olan şey şu: FX neden bu kadar çok oynanıyor? Biraz davranışlar tarafına baktığımızda, Türkiye'deki insanlar dövizle haşır neşir oldukları için FX piyasasını cazip buluyor. 100 katlara kadar kaldıraçlı

durumlar olduğu için bir an önce girmek ve para kazanmak istiyorlar. Onun için bence FX piyasaları düzenlenirken örneğin yasaklamaktan daha çok bunu adeta oyun olarak oynamayı caydırıcı önlemleri sağlamak gerekiyor.

Bir tarafta da varantlar var. Örneğin varantlarda İş Yatırım var. Varantlar açısından düşünüldüğünde bence en büyük soru şu olmalı: Bu ürünler neden çıkıyor? Maksat nedir? Amaç spekülasyon mudur, risk yönetimi midir, hedging midir? Bunlara bakmak lazım. Ürünlerin ne kadar gerçekten çıkarıldığı amaç için kullanıldığını iyi ölçümlemek gerekiyor.

Bence bu oyunlar yüzde 95 oranında artık spekülatif hareketlerle oynanıyor. Yapılan araştırmalar bunu net biçimde ortaya koyuyor.

Varantlar itibarıyla bence ilginç olan şey şu: FX fonksiyonundan farklı olarak Borsa İstanbul'un çok daha güzel ürünleri olmasına rağmen, daha basit olan varantların ürünleri tercih ediliyor. Kotasyon belirleniyor. Piyasa



derinleşiyor. İnsanlar bunlarla alım satım yapma ihtiyacı hissediyorlar.

Çetin Ali Dönmez: Ben bir ekleme yapabilirim miyim burada?

Şant Manukyan: Tabii ki Çetin Bey. Sözü Borsa İstanbul Genel Müdür Yardımcısı Çetin Ali Dönmez'e veriyorum.

Çetin Ali Dönmez: Borsa mantığında şöyle eksik bir taraf var: Borsa işi sadece aracılık olduğunda, aracı kurumlar açısından çok da çekici olmuyor. Niye? Çünkü orada fiyatlar

var. Müşteriyle muhatap olduğunuzda, müşteri alım satım yapmak istediğinde alısta ya da satışta bir fiyat var. İş Yatırım'dan da gelse fiyat aynı, A yatırımdan gelse de aynı. B yatırımdan gelse de aynı. Sadece aracılık ücreti var. Evet, araştırma ve portföy yönetim tarafı var ama aracılık açısından baktığınızda bu durum aracı kurumları çekmiyor.

Mesela varant neden başarılı oldu? Çünkü ihraççı. Malın sahibi. Tek ihraç eden o. İhraç eden o olduğu için piyasa yapıcı da o. Ko-



tasyon sağlayan da o. Para kazanıyorlar. Para kazandığı için de yatırım yapıyor. Gelişiminin bu şekilde olması mantık olarak doğru. Biz orada şunu yakaladık: Örneğin İş Yatırım beni çok sevdiği için gelmez, para kazanmaya gelir. Kâr paylaşımında, hangi kontratta, ne kadar para kazanıyorsa, o kontratı açan borsa artan likiditeden kaynaklanan gelirini paylaşsın. Aracı kuruluş likidite sağlıyorsa, borsaya para kazandırıyorsa, kazandığı paranın bir kısmını da borsa likidite sağlayana versin. Aracı kuruluş para kazandığı ürünlere daha fazla yatırım yapar daha çok kendini geliştirir, bu tip ürünlerdeki başarının aslında bu tarafı var. Örneğin borsa dışında işlem gören ürünlerde aracı kurumun mark-up'ı var yani alış satış farkından da para kazanabiliyorlar.

Şant Manukyan: Etkin piyasa (efficient market) dedikleri bir piyasa olursa aslında kâr düşüyor. Ama aksi olduğu zaman da risk artıyor. Dolayısıyla bir nevi borsayla ikisini harmanlamak lazım ki aracı kurumların iştahı da yüksek olsun.

Çetin Ali Dönmez: Evet. Nitekim bu durum bizde de kendini gösterdi. Mesela “Piyasa yapıcısıysan sana diğerlerinden fazla indirim yaparım” mantığı dövizde çok olumlu sonuç

verdi. Dövizde vadeli işlem sözleşmesi geçen yıla göre neredeyse üç katına çıktı. Volatilité söz konusuysa endeks de kur da volatil. Bir endekste ki hacim artışına bakın, bir de dövizdeki hacim artışına bakın. Dövizde çok daha fazla hacim artışı yaşandı. Bunun vadeli tarafı var, opsiyon tarafı var. Bu ne anlama geliyor? Demek ki aracı kurumları oyuna katmanın aslında piyasanın genel likiditesine faydası var. Ben bu gittiğimiz yolun doğru olduğunu görüyorum.

Aynı şey Forex platformlarında da var. Normal borsada işlem gören bir ürünü aracı kurum ne yapıyor? “Fiyat bu, alış satış bu” diyor. Forex platformlarında tam şeffaflık yok, bir opaklık var. Piyasa kotasyon sağlayıcılarından kuruma özel kotasyon alıyor, mark-up ile açıyor. Alış-satış spread'ini müşteriye göre farklı belirleyebiliyor. Zaten mantığı böyle. Kapalıçarşı da öyle çalışıyor zaten.

Borsacılığı geliştireceğiz derken şuna da çok dikkat etmek lazım: Sonuçta bankalar ve aracı kurumlar var olduğu için borsa var. Yani müşteri getirenler var olduğu için borsa var. Dolayısıyla o kesiminde para kazanmasını sağlamak lazım. Olayı sadece aracılığa indirgemeyen bir yol izlemek lazım. Ona uygun bir model yapmak lazım. Bizde Borsa İstanbul olarak kâr paylaşımı ve indirimli piyasa yapıcılığı modelini uyguluyoruz.

Şant Manukyan: Peki Çetin Ali Bey, borsanın ileriye dönük projeleri neler? Örneğin halka açılmaları nasıl teşvik edebiliriz? O konu halâ tartışılıyor. Neden FX'e olan talep bu kadar arttı da borsaya olan talebi yeterince yükseltemedik? Veya spot piyasadaki, organize piyasadaki vergi düzenlemelerinde bazı farklılıklar var.

BİST'in uygulamaları açısından var olanı ve olması hedeflenenleri açıklar mısınız?

Çetin Ali Dönmez: Maalesef Türk insanında kısa vadede, kısa yoldan zengin olmak gibi bir alışkanlık var. Borsada yatırım yapmayı bile terim olarak “borsada oynamaya” çevirdik. Türk yatırımcı olaya hiçbir şekilde uzun vadeli bakmıyor. Örneğin ev alıyor, kiralyor. Kira gelirinden memnun. Ne var ki borsada temettü dağıtımından aynı şekilde memnun değil. Olaya tamamen alım-satım gözüyle bakıyor. Bu işin talep tarafı. Yatırımcıda uzun vadeli bakışı geliştirmemiz lazım. Temettü vergilemesinde düzenleme yapmamız lazım. Yatırımcıdaki bu uzun vadeli algıyı destekleyecek bir araç da yok. Vergi düzeninin bir

ÇETİN ALİ DÖNMEZ / BORSA İSTANBUL GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

“PIYASANIN LOBİ GÜCÜ DÜŞÜK”

Sermaye piyasasının lobi faaliyeti çok zayıf. Bu konunun üzerinde çok durmamız gerekiyor diye düşünüyorum. Örneğin halka arzlarda durma varsa bir sorun var demektir. Yatırımcılar borsaya gelmiyorsa bir problem var demektir. Niye gayrimenkul bu kadar büyüdü? Neden sermaye piyasası bu kadar geri kaldı? Bazı küçük teşvikler var ama demek ki bir yerlerde eksik var. Veya iyi tanıtılmamış olabilir. Demek ki yapmamız gereken başka şeyler var. Bence konuya öyle bakmak lazım Yapılan her türlü işin sonuçlarını takip etmek, dinamik bir şekilde piyasaya uygun piyasa dostu düzenlemeler uygulamalar yapmamız şart. Elbette bunu yaparken de piyasadaki kaynaklanabilecek riskleri asgari seviyede tutmak, sürekli bir gözetim faaliyeti içinde bulunmak da önemli.

şekilde ele alınması gerekiyor. FX'te de vergi var ama bu yatırımcıyı engellemiyor maalesef. Bizdeki Forex platformundaki işlem hacmi tamamen vatandaşta kısa vadeli bakış ve "bir an önce köşeyi döneyim" duygusudur. Forex'in aslında bu manada hisse senedi piyasalarına rakip olmaması lazım. Uzun vadeli düşünen yatırımcının Forex ile hiç işinin olmaması lazım. Ama maalesef orada uzun vadeli yatırımcı tabanımız yok.

Dediğim gibi bunun mevzuat ayağı var, vergi teşviki ayağı var, eğitim ayağı var, yatırımcı bilgilendirme ayağı var. İlkokul müfredatına bakıyorsunuz faiz soruları vardır. Fakat bir tane "şirket nedir, temettü nedir" diye soru yoktur. Türkiye'de sermaye piyasaları temel eğitimden yüksek eğitime kadar çok iyi öğretilen piyasalar değil. Dolayısıyla yatırımcı da farkında değil. Bir de şirketler tarafı var. Şimdi kendinizi şirketin yerine koyun. Burada SPK'dan arkadaşımız da var. Türkiye'de "Bir şirket neden halka açılın?" sorusunun cevabı kolay değildir. "Halka açılalım çünkü paraya ihtiyacım var". Paraya ihtiyacın varsa bankacılık sistemi de güzel çalışıyor. Halka açılacaksa bu kez sermaye piyasası denetimine gireceksin. Her işte şeffaf olacaksın. Mali tablodan, yaptığın işlerden herkesin haberi olacak. Bunlar kolay işler değil. Kurumsallaşmak tamam güzel, nesilden nesile şirketler böyle taşınır. Kabul ediyorum ama şirkete başka bir teşvik daha vermek lazım. Diğer ülkelerde bu var. Sermaye piyasasında halka açılan bir şirketin bazı özel avantajları, faydaları olması lazım. Bizde bu tarz şeyler ya hiç yok veya çok az var. Bu konulara da eğilmek lazım diye düşünüyorum. Yani halka arzı teşvik etmek gerekiyor.

Büyük şirketler halka arz edildikçe sadece bireysel yatırımcı değil kurumsal yatırımcı da daha fazla girer. Bireysel emeklilik fonlarımız daha fazla bu şirketleri satın alır. Bizim işin VİOP tarafı daha çok işin hedge mantığına yakın. Biz diyoruz ki "Koruma amaçlı portföy yönetimi yapıyorsan, zaman zaman girip çıkmak istiyorsan, hissenin kendisini alıp satmakla uğraşma, git vadelide işlem yap. Hissenin kendisini alıp satmakla aynı hesaba gelir."

Ya da örneğin, döviz vadeli işlem sözleşmesini açarken aslında çıkış noktamız şuydu: Diyoruz ki, şirketlerimiz ithalat ve ihracat yapıyor. Bu, kur riskinin yönetimi için var. Evet, spekülasyon bazı yatırımcılar da var ama bu piyasalar aslında bu piyasaları kuranlar çok

para kazansın, hissedarlarına çok para kazandırsınlar diye oluşturulmamalı. Gerek pay piyasası, gerek vadeli işlem piyasası, gerek borçlanma araçları piyasası, bütün bunlar aynı zamanda reel ekonomiyi desteklemek için de olmalı. Yani, döviz hedge'i olmadığı zaman, döviz kuru riski hedge edilmediği zaman, korunma işlemi yapılmadığı zaman, ekonomide birtakım oynaklıklar yaşandığı zaman ne olacak? Senin şirketlerinin kârları volatil olacak. Bazıları kâr, bazıları zarar edecek, batmalar olacak. Peki, bu batmalar fazla olmasın istiyor muyuz? İstiyoruz. Volatilité olsa da şirketlerin kur riskinden, faiz riskinden fazla etkilenmesini istemiyoruz. O zaman devlet olarak da borsa olarak da bu piyasaları desteklemek lazım.

Sürdürülebilirlik diyoruz ya! Aslında çok ilişkisiz görünüyor ama ekonominin daha sürdürülebilir, şirketlerin daha uzun yaşayabilir hale gelmesi için risk yönetimi yapılması lazım. Aslında bizim çıkış noktamız da bu. Yoksa biz açalım, yatırımcı spekülasyon işlem-

ESER ŞAGAR / SPK ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKAN YARDIMCISI

"AMACIMIZ DAHA ESNEK BİR PİYASA"

Türkiye'de son dönemde yapılan en önemli düzenleme olan Sermaye Piyasası Kanunu 2012 yılının sonunda yürürlüğe girdi. Bu kanunla birçok farklı konuda yenilikler getirildi.

Kanunun çıkış amacının çeşitli hedefleri var. Bu hedeflerden birincisi, AB direktiflerine uyumun sağlanması ve küresel finansal gelişmelere daha kolay cevap verebilecek bir sermaye piyasasının oluşturulması. Yine yatırımcıların bilgilendirilmesi ve korunması, kanuni anlamda üst düzeyde ele alınan bir konu olarak karşımıza çıkıyor. Aracı kurumların güçlendirilmesi ve daha rekabetçi hale getirilmesi ise diğer önemli başlıklar arasında yer alıyor. Biz temel olarak, bu piyasaları düzenlerken yatırımcıları korumakla birlikte piyasaya esneklik ve çeşitlilik de sağlamayı amaçlıyoruz.

ler yapsın, herkes para kazansın, biz de para kazanalım... Ama konu bu değil. Örneğin öyle durumlar var ki, mesela tamamen kâr amaçlı baktığınızda asla yapmamanız gereken şeyler var. Örnek olarak “fiziki teslimatlı buğday sözleşmesi” diyelim. Piyasadan bana bazı görüşler geliyor. “Neden açıyorsun?” diyorlar. “İşlem olmaz” diyorlar. Belki yeterli işlem olmaz, çok kârlı olmaz ama bizim borsa olarak böyle bir misyonumuz da olduğunu

düşünüyorum. Borsa olarak aynı zamanda reel sektörün risk yönetimini yapmak ve reel sektöre kaynak aktarılması kolaylaştırmak için de çalışıyorum. Dolayısıyla biz, bu çıkış noktasından hareketle borsa olarak hep şuna kanalize olduk: Piyasalarımız likit olsun. Bu likiditeyi aracı kurumlarla birlikte sağlayalım. Yatırımcıyı bilgilendirelim. Reel sektöre de mümkün olduğu kadar kaynak sağlayalım. Temel felsefemiz budur. Bu felsefeden ha-



reketle yaptığımız bütün işlerde bu anlayışla hareket ettik.

Şant Manukyan: Çok teşekkür ederim. Konunun hem akademisyen tarafını hem borsa tarafını dinledik. Bir de regülasyon tarafı var.

Aslında Greenspan ile başlayan 2007 sonrası krizde piyasada konuşulanlara, okunanlara, yazılanlara baktığımızda önceleri şöyle bir mantık vardı: “Piyasa ne yaparsa iyi yapar,

kendisini en iyi o regüle eder. Herkes çıkarını maksimize ederken hata yapmamaya çalışır.”

Yani “Piyasayı rahat bırakalım” anlayışı hakimdi. Ama krizle birlikte regülasyonların ne kadar önemli olduğunu gördük.

Şimdi ise Türkiye kısmına gelmek ve SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkan Yardımcısı Eser Şagar’a dönmek istiyorum.

Eser Bey, sizin cephenizden bakıldığında, son zamanlarda regülasyonlar nereye doğ-



ru gidiyor? Nasıl bir ortam olacak? SPK tek başına yetecek mi? Yoksa yurtdışındaki gibi, ABD’de olduğu gibi türev ürünler için ayrı bir kuruma gerek olacak mı?

Örneğin yurt dışında “high frequency trade”lerden sonra “Bu iş böyle olmayacak, düzgün çalışan başka borsalar da kuralım” denmişti. Hatta buna “investors exchange” adını verdiler. Flash Crash kitabında bunlar da tartışıldı. Özetle, yurtdışında “normalleşmekten” kasıt borsaların biraz daha tezgah üstüne çıkması yoluna gidiyor. SPK bu konuya nasıl bakıyor? Biz de henüz tezgah üstü piyasa gelişmedi bile.

Eser Şagar: Öncelikle yurt dışında 2007 yılından beri süregelen kriz ve ona karşı alınan önlemlerle Türkiye’deki sermaye piyasalarının gelişimi biraz farklı. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki yapısal sorunlarla bizdeki yapı da farklı. Bildiğimiz gibi, borsalarda yapılan işlemler fiyatları değiştirecek yapıda cereyan eder. Özellikle çok büyük tutarlı işlemler fiyatın hızlı bir şekilde değişmesine sebep olur. Dark pool’larda, elinde hisse senedi olan yatırımcılar -ki bunlar genellikle kurumsal yatırımcılardır- bu hisseleri piyasa fiyatından

almaya istekli yatırımcılarla bir araya gelirler. Bu sayede de hem işlem daha ucuza gerçekleştirilir, hem de yapılacak yüksek tutarlı işlem sonrası fiyatın değişmesi önlenerek tarafların spekülatif kâr/zarar yaratmaları önlenmiş olur. Çünkü bu şekilde fiyat ve kimlik bilgisi bir anlamda maskelenmiş olur. Ancak, bizim düzenleme anlayışımızda piyasalara esnek kurallar getirmekle birlikte, hala risk gözetimini daha etkin yapabilmek için müşteri bazında izleme ve kayıt tutmayı esas alıyoruz. Bu kapsamda, Türkiye’de son dönemde yapılan en önemli düzenleme olan Sermaye Piyasası Kanunu 2012 yılının sonunda yürürlüğe girdi. Bu kanunla birçok farklı konuda yenilikler getirildi. 2013 yılına geldiğimizde bu kanunların getirdiği yükümlülöklere ilişkin 67 adet alt düzenleme yapıldı. Çok yoğun bir regülasyon döneminden geçildi. 2014-2015 döneminde de bunların uygulanma süreçlerini görüyoruz. Uygulamada tabii ki aksaklıklar oluyor ama bir taraftan da bunların düzeltilmesine yönelik çalışmalar devam ediyor. Yurtdışında özellikle küresel finansal krizlere tepki olarak getirilen yasalara bakıldığında çok geniş çaplı bir önlemler paketi düzenlendi. İlk etapta bakıldığında bunun bize yansımaları sınırlı oldu. Çünkü o tarihlerde bu tarz araçlar bizim ülkemizde çok gelişmemişti. Dolayısıyla etkisi de sınırlı kaldı.

O tarafa ilişkin olarak alınan en önemli unsur, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin risk tutma kuralıydı. Risk tutma kuralını biz de düzenledik ve şu an olarak yürürlüğe girmiş durumda. Gelişime yönelik baktığınız zaman alt düzenlemelerle birlikte yapılan en önemli düzenlemelerden biri, ihraç sisteminin değiştirilmesi oldu. Avrupa Birliği’nde raf kayıt sistemi uygulanabiliyor. Bizde de ihraççılara bir yıllık bir tavan öngörülerek bir yıllık süre zarfında istedikleri anda ihraç edebilme imkanları tanındı.

Çetin Ali Dönmez: Burada ben SPK ile ilgili bir başka tespiti paylaşmak istiyorum. SPK son 5-6 yıldır birebir taklit etmemeye çalışıyor. Avrupa ve Amerika’da yapılanları birebir almıyor. Kendine göre uygun olanları yapıyor. Özümüyorlar, süzgeçten geçirip öyle davranıyorlar. O da benim çok takdir ettiğim bir şey.

Ali Coşkun: Zaten birebir yapıldığında onun bir çözüm olmadığı da ortada. Teknoloji, finans alanına girdiği müddetçe regülasyonun bir arka kapısı mutlaka bulunuyor. Bi-

EMRAH YÜCEL / İŞ PORTFÖY GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

“YENİ ÜRÜNLER DERİNLİK KATIYOR”

Farklı ürünlerin kullanımı, finansal okuryazarlık ve profesyonel yaklaşım çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının daha derinlemesine kullanılması ve o likiditenin de piyasaya getirilmesi ile pozitif bir sarmal oluşuyor. Öte yandan bireysel emeklilik fonlarının hem tasarrufun teşvik edilmesi anlamında, hem tasarrufun teşvik edildiği mecra olarak kullanılması anlamında oldukça olumlu bir katkı sağladığını düşünüyorum. Çünkü özellikle 2013 yılında başlayan yüzde 25 oranında katkı payı desteği, bu sektörün güçlü büyümesini desteklerken sermaye piyasalarımızın da kurumsal yatırımcılar kanalıyla derinliğinin artırılmasına olanak sağladı. Dolayısıyla bu anlamda kurumsal yatırımcının buradaki varlığı önemli diye düşünüyoruz.

rebir taklit etmemek çok önemli. Türkiye'nin kendi sistemini bulmasını ben de doğru bir tavır olarak görüyorum. Zaten piyasa bir süre sonra kendi kendini regüle ediyor.

Eser Şagar: İhraççıların finansman ihtiyaçlarını karşılamak için farklı risk ve getirilere sahip menkul kıymetler piyasaları araçları gerekiyor. Ayrıca yatırımcıların da taleplerinin karşılanabilmesi için yeterli sayıda ve çeşitlilikte sermaye piyasası aracının piyasada bulunması gerekiyor.

Şant Manukyan: Örneğin teminatlı menkul kıymetler ve kira sertifikalarının gelişim süreci nasıl?

Eser Şagar: Onların düzenlemeleri daha önceden yapılmıştı. Kanun öncesinde de vardı. Varlık teminatlı menkul kıymetler 2009 yılında, ipotek teminatlı menkul kıymetler 2007 yılında düzenlenmişti. Ama uygulamaları 2011 yılında başladı. Kira sertifikaları da 2010 yılında düzenlenmiş bir tebliğ idi ama 2011 yılının başında vergi kanunundaki düzenlemelerle birlikte uygulanabilir hale geldi ve 2011 yılında ilk ihraçları gördük. Özellikle teminatlı menkul kıymetler -yurt dışında "covered bond" olarak biliniyor- temel olarak Kıta Avrupası'nda gelişmiş, 200 yıldır temerrüde uğramamış araçlar. Bunların yatırımcıya daha ziyade çifte koruma sağlayan bir yapısı var. Aslında bir çeşit tahvil ama ihraççının bilançosundaki bazı varlıklar, ihraççının genel yükümlülüğünün ötesinde satın alan yatırımcılara özgüleniyor. Bunlar düzenli olarak teminat sorumlusu denen bağımsız yatırım şirketleri tarafından kontrol ediliyor. Dolayısıyla yatırımcı, bu raporlar sayesinde oradaki varlıkların hâlâ teminat değerini koruduğuna ilişkin bir güvence alabiliyor. Tebliğde, uygulanması gereken çok detaylı testler var.

Emrah Yücel: Bildiğimiz kadarıyla Türkiye'deki regülasyon, dışarıdakinin bir adım daha ötesine giderek sadece teminata konu olan varlık havuzu değil originator kurumun da bilanço garantisini ya da taahhüdünü içeren ek bir unsur da içeriyor.

Eser Şagar: Teminatlı menkul kıymetlerde eğer teminatla karşılanamayan bir kısım olursa ihraççının mal varlığına yatırımcıların doğrudan gitme hakkı bulunuyor. Ama bunun olmaması için en başından itibaren tebliğde öngörülen şartlar var. Kira sertifikalarına geldiğimiz zaman o biraz daha varlık ve hakların, ticari işlemlerin finansmanına yönelik bir araç. Doğrudan borçlanma gibi bir durum söz

konusu olmuyor. Bazı işlemler sonucunda yatırımcılara kiralardan ya da kâr paylarının ödenmesi söz konusu oluyor. Örneğin sahipliğe dayalı bir kira sertifikasında gayrimenkulün yatırımcılardan toplanan paralar karşılığında oluşturulan özel amaçlı şirkete (SPV'ye) devredilmesi söz konusu. Gayrimenkul, o kira sertifikasından elde edilen gelirlerle itfa edilene kadar o gayrimenkul, yatırımcıların teminatı niteliğini sağlıyor. Bu anlamda özellikle sahipliğe dayalı kira sertifikası yatırımcılar açısından da güvenli bir araç durumunda.

Bunların zaman içindeki gelişimine baktığımız zaman ilk başta 2011'de başlayan ihraçlarla 12 milyar liralık bir ihraç söz konusu. Her yıl giderek artan oranda devam ediyor. Teminatlı menkul kıymetler olarak baktığımız zaman son 5 yılda 2,5 milyar liralık bir ihraç oldu. Buna benzer yine yapılandırılmış ürünlere bakarsak varlığa dayalı menkul kıymetlerde 1,5 milyar liralık bir ihraç söz konusu. Dolayısıyla 2011 yılından bu yana Türkiye'de ihraç edilen menkul kıymetlerde çeşitlilik söz konusu oluyor. Burada ileride de artış olacağını tahmin ediyoruz.

Teminatlı menkul kıymetlerde yurtdışın-

YİĞİT ARIKÖK / İŞ YATIRIM GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

“RİSKİ YÖNETMEK ÖNEM KAZANACAK”

Otorisk yönetimi önümüzdeki dönemde önemli bir kavram olarak karşımıza çıkacak. Şimdi yavaş yavaş buna dönük altyapılar kuruluyor. SPK, yeni kanunla birlikte taşları iyice yerine oturttu. Sermaye piyasası işlemlerinin adresini aracı kurumlar olarak belirledi. Bu da bence aracı kurum sektörü için iyi bir gelişme. Aynı durumun bir miktar daha vergi tarafına da yansımaları gerekiyor. Hisse senedi türev ürün işlemlerini artık değil aracı kurumlar yapacak. Ama bakıyoruz damga vergisi tezgah üstü işlemlerde bankalara istisnaysen bu istisna aracı kurumlara uzatılmamış. Bir başka önemli konu da BSMV. İstanbul'un finans merkezi olmasını istiyorsak bu BSMV olayını kesinlikle halletmemiz gerekiyor.

dan farklı olarak bahsedilmesi gereken konu, bizdeki varlık tanımının daha geniş olması. Kıta Avrupası'na baktığımız zaman ipotekli konut kredileri, bankaların kamuya verdikleri krediler, bir de ipotekli uçak kredilerinin daha çok konu olduğunu görüyoruz. Ama bizde tüketici bankalarının sahip oldukları tüketici kredileri, KOBİ kredileri veya ticari krediler de söz konusu olabiliyor. Bu yapılan varlık teminatlı menkul kıymet ihraçlarının çoğu KOBİ kredilerine dayanarak gerçekleştirildi. Bu ihraçlar çeşitli uluslararası ortamlarda da örnek olay olarak gösterildi. Çünkü benzeri bulunan bir düzenlemesi yok açıkçası. Bankalar tarafından bu sayede KOBİ'lere daha düşük faizle kredi verilmesi söz konusu oldu. Bu anlamda da KOBİ'lere yüklenen maliyeti düşürücü bir yapısı var. Zira ihraççı, teminatlı menkul kıymetlerde normal tahvillere oranla daha düşük bir borçlanma maliyetiyle karşı karşıya kalıyor. Hatta çoğu zaman kendi reytinginin bile

üzerinde bir derecelendirme notu alabiliyor.

Şant Manukyan: Teşekkürler. İş Portföy Genel Müdür Yardımcısı Emrah Yücel ile devam edelim. Çetin Ali Bey piyasanın fazla spekülasyon olmaması gerektiğinden bahsetti. Bu çok doğru bir tespit. Örneğin Çin'in son zamanlarda nasıl sadece spekülasyonlarla giden bir piyasa olduğunu gördük. Eser Bey de enstrümanların çeşitlendirilmesi gerektiği üzerinde durdu. Yatırımcıların da spekülasyonun karşısında olması lazım. Spekülasyonun karşısında bir bacak olması lazım. O açıdan ihtiyaç duyulan ürünler piyasada var mı? Cari ürünler yeterli mi? Sizin görüşünüz nedir?

Emrah Yücel: Ben kurumsal yatırımcıların ana ihtiyaç noktalarına geçmeden önce Çetin Bey'in biraz önceki sohbetinden sözü alarak devam etmek istiyorum. Aslında kurumsal yatırımcıların temel ürünlere ihtiyacı da devam ediyor. Şöyle bir örnek verirsek, Türkiye'de bireysel emeklilik fonları, portföy yönetimi



olması lazım. Sektörel çeşitliliğin artması lazım. Finansal sektörün büyüklük açısından her zaman önemli bir yeri olmasını beklemekle birlikte diğer sektörlerin de çeşitliliğe katkı yapmaları gerekiyor.

Borsa İstanbul endekslerinde eskiden finansal kurumların daha domine ettiği bir yapı vardı. Yeni gelen sektörler ve şirketlerle bu bir miktar, yavaş yavaş değişiyor gibi gözükü-

yor. Dolayısıyla bu tarafın vurgulanmasında fayda olduğunu düşünüyorum.

Onun dışında finansal piyasalar açısından baktığımız zaman Türkiye’de son 10-15 yılda bankacılık sektörü tarafında önemli büyüme ve gelişmeler kaydedildi. Ama maalesef sermaye piyasaları tarafında aynı performansı gösteremiyoruz. Biraz önce Çetin Ali Bey de değinmişti. Bunun birçok farklı neden-



leri olabilir. Belki finansal okuryazarlık ve eğitimle başlamak gerekiyor. Ama belki de geçmiş deneyimlerimiz de bir miktar bunun etkenlerinden biri olarak değerlendirilebilir. Türkiye’de yatırımcılar, ilgilerinin arttığı ve borsa kanalıyla sermaye piyasalarına yöneldiği dönemlerde, birtakım krizlerle karşılaştılar. Bu tür durumlar, yatırımcı nezdinde gelişmiş birtakım tecrübelerle küskünlükler yaratmış olabilir. Ama öyle ya da böyle yeni nesille birlikte eğitimlerle ve finansal okuryazarlığı destekleyerek sermaye piyasalarını daha ileri götürmemiz gerekiyor. Bu anlamda da buradaki en önemli unsurlardan biri kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar olarak piyasalarda olduğumuz sürece hem yatırımcıların sermaye piyasalarına erişimini sağlamış oluyoruz, hem piyasaların daha da derinleşmesine katkı sağlıyoruz diye düşünüyorum.

Portföy yönetim sektöründeki şirketlerden ya da oradaki kurumsal yatırımcılardan talep edilen en önemli benchmarklardan ya da aşılması gereken getiri kriterlerinden biri, mevduat

oranları oluyor. Bu anlamda da kurumsal yatırımcıların doğrudan piyasa riski ihtiva eden ürünleri tek başına kullanmasının dışında, farklı ürünlere de ihtiyaçları oluyor. VİOP bunun önemli örneklerinden biri. 2000’li yılların ortasında hayata geçmesiyle birlikte yalnızca “long only” dediğimiz menkul kıymet sahipliği ile birlikte alınan pozisyonların ötesine geçilmesini sağladı. Kısa pozisyon alınarak piyasa yönlü veya long-short stratejilerinin kullanılmasıyla değer çıkartabilecek yeni yatırım stratejilerinin ve temalarının oluşmasına olanak sağlayan yapı taşlarından biri oldu.

Geldiğimiz nokta itibarıyla de VİOP bu anlamda kurumsal yatırımcılar tarafından oldukça aktif olarak kullanılan bir mecra. Ama bunun yanına da eklenmesi gereken birtakım ürünler var.

VİOP’ta işlem gören opsiyon kontratlarının daha derinleşmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu anlamda likidite sağlayan kurum sayısının artması önem arz eden hususlardan biri olacaktır.

ALİ ÇOŞKUN



Varantlar her ne kadar kurumsal yatırımcılar açısından uzun vadeli stratejilerinin bir parçası olarak çok düşünülmesine bile kısa vadede uygulamak istedikleri stratejiler için kullanılabilir ürünlerden biri.

Kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılabilir son dönemdeki en önemli ürünlerden biri olarak da “yapılandırılmış borçlanma araçları”, diğer bir ifade ile YBA’ları görüyoruz. Bu ürünler, kurumsal yatırımcıların yapmak istedikleri, farklı nedenlerden ötürü doğrudan kendilerinin düzenleyemediği birtakım alternatif stratejilerin uygulanabileceği bir mecra. Dolayısıyla YBA’ların da önümüzdeki dönem önem arz eden ürünlerin başında gelebileceğini düşünüyoruz.

Bahsettiğim stratejiler kapsamında bu ürünler kullanmaya başlandı ama daha da gelişmesi gerekiyor. Belki burada borsa tarafında da birtakım sürtünme yaratabilecek kotasyon maliyetleri gibi diğer maliyetlerin de dikkate alınması söz konusu olabilir. Kısa vadeli, birer aylık yapılan ihraçlarda her sefe-

rinde birtakım standart maliyetlerin gündeme gelmesinin, bu çerçevede değerlendirilebileceğini düşünüyoruz.

Dolayısıyla kurumsal yatırımcılar tarafından da ayrıştırılabileceğimiz yeni ürün temaları olarak paylaştığım bu enstrümanları ön plana koyabiliyoruz. Ama başta söylediğimi tekrarlamakta fayda var. Bu tarz alternatif ürünleri önemsiyoruz. İhtiyacımız var ama ondan önce daha temel ürünlerimizin de gelişimi önem arz ediyor. Bizim eskiden tahvil bono piyasamız son derece likit, derin, hızlı bir şekilde yatırım stratejilerinin uygulandığı bir mecraydı. Burada son dönemde kurumsal yatırımcılar tarafında da karşılığı olan noktalardan biri de şu: Likidite miktarlarında birtakım geri çekilmeler gözlemliyoruz. Tabii bu yine piyasa oyuncularının yarattığı bir durum. Bu durum bir miktar yabancı aktivitesinden de kaynaklanıyor olabilir. Belki ViOP’ta ya da diğer ürünlerde yapıldığı gibi likiditeyle ilgili unsurlar değişen piyasa koşullarıyla birlikte tekrar değerlendiriliyor olabilir. Temel ürünlerimizin

ÇETİN ALİ DÖNMEZ



konumu da bizler için çok önemli. Hisse senedi piyasası tarafında da yeni arzlarla birlikte büyük kurumlarımızın, kurumsal yapıya kavuşabilecek şirketlerimizin gelmesi ve temel ürünlerin kullanımı bizler açısından önemlidir.

Şant Manukyan: Çok teşekkürler. O halde biraz da perakende tarafına geçebiliriz. İş Yatırım Genel Müdür Yardımcısı Yiğit Arıkök ile devam edebiliriz.

Yatırımcıların şu anki ürünlere bakış açısı nedir? Neler talep ediliyor? Sizin açınızdan, aracı kurumlar açısından nelerin yapılması gerekli ki biraz önce Emrah Bey'in de söylediği o derinlik tarafında aracı kurumlar da görevlerini yerine getirebilmiş olsun.

Yiğit Arıkök: Sermaye piyasaları ile para piyasaları arasındaki farkı biliyorsunuz. Para piyasaları daha kısa vadeliyken, sermaye piyasaları daha uzun vadeli olarak tanımlanıyor. Türkiye'de bu kavramlar biraz karışmış durumda. Öncelikle bunun bir tespitini yapmak lazım. Biz de geleneksel olarak sermaye piyasası aracı kurumlarının temel unsuru,

hisse senedi üzerinedir. Hisse senedi üzerine başlandı. Zaten hisse senedi çok genele yayılmasa da çok rağbet gören bir gösterge olarak gösterildi. Endeksi öncü gösterge oldu. Ama baktığınız da ne zaman bireysel yatırımcı bu piyasaya girmek istese bir kriz, bir ters trend ile karşılaştığı için bir güvensizlik oluşmuş. "Oynamaktan" bahsettik. Bizim kanunlarımızda bile "borsa oynamak" tabiri geçmektedir. Yatırım mı? Oynamak mı? Hisse senedi piyasası niçin kullanılır? Bu konular halâ yatırımcılar tarafından tam olarak çözülmüş değil. Pazarda yaklaşık 1 milyon yatırımcı var ama çoğu küçük yatırımcı. Piyasa oyuncu sayısı kısıtlı.

Şu anda gördüğümüz resimde bir tarafta yüksek miktarda portföy tutan, hisse senetlerini taşıyan yabancı yatırımcı var. Onun karşısında da daha az portföy tutan ama yüksek miktarda işlem hacmine sahip Türk yatırımcısını görüyoruz. Yani malı yabancılar taşıırken, likiditeyi Türk oyuncular sağlıyor.

Biraz önce söylemiş olduklarınıza bakacak

EMRAH YÜCEL



olursak, ne yapılabilir dersek bir krizle, bir zararla karşılaştığı için hisse senetleri açısından birkaç şeyi yapmamız gerektiğini düşünüyorum. Bunun bir tasarruf aracı olduğunu, kısa vadeli oyun aracı olmadığını göstermemiz lazım. İkincisi, nasıl hisse senedi seçilmesi gerektiğini, kulaktan dolma bilgilerle değil, değerlemenin nasıl yapılabileceğini göstermek lazım. Bunu yapamayan yatırımcılara da profesyonel portföy yöneticiliğinin ne kadar doğru seçim olduğunu göstermemiz lazım.

Özel sektör tahvilleri bizim piyasamızın büyük ayıbı ya da büyük eksikliği idi. 2006 senesinden bu yana bir miktar gelişme eğilimi var. Ama ben hâlâ Türk özel sektör tahvil piyasasının henüz ilk aşamalarında olduğunu düşünüyorum. Daha çok potansiyelimiz var. İhraç Kendilerine fon sağlamak isteyen ihraççıların en iyi alternatifi burada bulabileceklerine inanıyorum. Şu anda kısa vadeli ihraçlara genellikle ilgi gösteren kısa vadeli fonlar ve değişken faizlere ilgi gösteren bireysel yatırımcılar olduğunu görüyoruz. Bu, yüksek

mevduat faizlerinin olduğu bir ortamda son derece anlaşılabilir. Ama önümüzdeki dönemlerde özel sektör tahvilinin, yatırımcıların kredi riskini de göz önüne alarak daha seçici davranacakları ama daha çok kullanacakları bir piyasa olabileceğini düşünüyorum. Şu anda yaklaşık özel sektör tahvillerine ihraç yapan 134 bin yatırımcı var. Önümüzdeki dönemde bunun milyonlara geleceğini düşünüyorum.

Yatırım fonu piyasası yıllardır hareketsiz duruyor aslını isterseniz. Yönetilen fon büyüklüğü çok büyümüyordu. Şu son zamanlarda bir miktar yükselme var. Ama ben hâlâ sermaye piyasalarına ya da hisse senedi piyasasına yatırım fonları piyasasından aktarılan fonun çok kısıtlı olduğunu düşünüyorum. Özellikle yurt dışı örneklerle baktığımızda Türkiye’de kurumsal yatırımcı dediğimiz kitlenin hisse senetlerine aktardığı payın düşük olduğunu düşünüyorum.

Sektörün suçu yok, yatırımcıların tercihleri bu. Yatırımcıların çoğu kısa vadeli ve sabit

ESER ŞAGAR



getirili fonlara talep gösterdiklerinden, hisse senedi ağırlıklı fonlara ilgi göstermediklerinden dolayı hisse senedine aktarılan fon miktarı kısıtlı oldu.

Tam bu noktada borsa yatırım fonlarına değinmek lazım. Borsa yatırım fonları yurt dışında inanılmaz rağbette. Türkiye’deyse maalesef borsa yatırım fonları, kendi masraflarını, endeks lisanslarını karşılayamayacak durumdadılar. Bunun birkaç nedeni var: Birincisi insanlar borsa yatırım fonları nedir öğrenmeye başlarken bir vergi meselesi çıktı. Borsa yatırım fonlarına kimse rağbet göstermedi. İlk çıkıştaki reklam fırsatı kaçtı. Ondan sonra vergi düzeldi ama faydası olmadı. Yurt dışında gördüğümüz doğal yatırımcısı olan “institutional investor”, yani kurumsal yatırımcıların BYF’lere çok rağbet göstermediklerini gördük. Daha sonra da endeks ürünlerinde öyle alternatifler çıktı ki bunlar çok daha likit, çok daha tercih edilen duruma geçti. Mesela vadeli işlem kontratları gibi. Yeni ürün çıkartmanın önemli bir kısmı yatırımcıya nasıl tanıttığınızla

da ilgili. Yatırımcıların ilgisini kazanamayınca maalesef bir ivmeyi kaybediyorsunuz. Borsa yatırım fonlarında da bence eğitim ve tanıtım yapılırsa ve regülatörün yeni ürünlere pozitif katkısı ile BYF’lerde toparlanma yaşanacaktır. Mesela kaldıraçlı borsa yatırım fonları, mesela ters yatırım borsa yatırım fonları, mesela aktif borsa yatırım fonları daha önceki dönemlerde regülatör tarafından bu ürünler rağbet görmemişti. Ama şimdi regülasyonun da bakış açısı değişti. Bence bu fırsatı kullanarak yatırımcılara yeni alternatifler sunarsak, borsa yatırım fonlarında bir hareketlenme yaratabiliriz.

Türkiye’de vadeli belli bir açıdan başari hikayesi sunuyor özellikle Endeks kontratlarında..

Yapmamız gereken diğer vadeli işlem kontratlarında da bu ilgiyi yaratmak. Bu konuda çeşitli girişimlerimiz var. Özellikle tek hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde piyasa yapıcılığı faaliyetinde bulunuyoruz. Şu anda vadeli işlemler kredili işlemlere veya açığa satışa son derece iyi bir

ŞANT MANUKYAN



alternatif sunuyor. Eminim önümüzdeki dönemde daha fazla yatırımcı vadeli işlemlerin avantajlarını keşfedip buraya yöneleceklerdir. Ama opsiyonlar maalesef ne kadar uğraşırsak uğraşalım çok kısıtlı, 100'ü geçmeyen yatırımcı tarafından kullanılıyor. Çoğu da ufak miktarlar. Bunun nedeni de opsiyonların daha bir karmaşık ürünler olması. Risk yönetimi, ikinci nesil stratejiler yatırımcılar tarafından keşfedildikçe ve yatırımcıların finansal okuryazarlığı yükseldikçe ben burada da bir hareketlenme olmasını bekliyorum.

Varantlara gelince... Opsiyonlar ile varantlar kuzenler gibi. Ama varantların birinci kullanım amacı kaldıraç. Türk yatırımcısı kaldıraç çok seviyor. Varantlarda piyasa yapıcısı likidite sunduğu için ve iyi tanıtım yapıldığı için rağbet görüyor. Ancak yine de varantlar da daha gelişme aşamasında. İleride daha da büyüyeceğine inanıyorum.

Aslında SPK'nın varantlara yaklaşımı varantların gelişiminde çok büyük rol oynadı. Biz dünyadaki diğer endeksleri, diğer ürünleri kolaylıkla yatırımcıya sunabiliyoruz, Düello varantlar gibi ikinci, üçüncü nesil ürünleri çıkartabiliyoruz. Bundan dolayı SPK'ya teşekkür etmek lazım Çok yanlış anlaşılmış bir nokta var. İhraççı yatırımcı varant satın aldığı anda ters işlemini gerçekleştirerek kendini hedge eder. Yani yatırımcı para kazandığı zaman varant ihraççısı para kaybetmiyor. Tam tersi yatırımcı para kaybettiği zaman varant yatırımcısı para kazandı denilemez. İhraççı yatırımcı ile iddiaya girmez, sadece kaldıraçlı bir ürün sunar. Eğer vergi bacağı tam değilse bir sermaye piyasası aracının gelişmesine imkan yok. Özellikle hisse senedi varantlarında vergi olmaması, çok önemli bir avantajdı. Ama gelirler idaresi aynı görüşü sertifikalar için vermedi. Sertifikalar ile varantlar hemen hemen aynı şeyler, aynı stratejiye sahipler ama birinde vergi var, ötekisinde yok. Eğer vergi ayağı çözülmezse sertifikalarda gelişiminin olmayacağı kanaatindeyim.

Kaldıraçlı alım satımı çoğu insan spekülative buluyor ama benim bakış açım biraz farklı. FX'i mevzuata dahil etmek SPK'nın attığı iyi bir adım oldu. Bir de mevzuata dahil edilmediğini düşünün. Kaldıraçlı alım satım işlemleri yatırımcılara dünyanın en likit piyasası olan döviz piyasasında kendilerini gösterme imkanı veriyor.

Şant Manukyan: FX piyasasının 24 saat olması bu piyasaya olan talebi etkiliyor mu?

Çekiciliğini artırıyor mu? Bizim piyasamızda vadeli işlemlere baktığımızda örneğin FED'in toplantısı olduğu bir gün veya Amerika'da sert bir hareket olan önemli günlerde, bunları ancak ertesi gün fiyatlayabiliyoruz. Ama FX'te yatırımcı istediği an, 24 saat işlem yapabiliyor. Acaba bu durum talebi, likiditeyi etkiler mi?

Yiğit Arıkök: Kuşkusuz çok önemli.

Döviz kurları aracılığıyla dünyanın herhangi bir ekonomisini "trade" edebilirsiniz. Dolaylı olarak dünyadaki bütün finansal piyasalara ulaşma imkanı elde ediyorsunuz. Kesinlikle piyasanın 24 saat açık olması çok önemli. İnsanlar evlerine gidip bilgisayarlarının başına oturdukları zaman piyasalara ulaşabiliyorlarsa, bu imkanı kullanıyorlar. Emrah Bey'in bahsettiği yapılandırılmış borçlanma da önemli bir konu. İş Yatırım 2 senedir bu tür ihraçları

YİĞİT ARIKÖK



gerçekleştiriyor. Başka kurumlar da bu ihraçları yapmak için atılımlarda bulundular. Burada güzel olan şey “tailor made” denilen kişiye özgü tasarımların yapılabilmesidir.. İster risk yönetimi ister yatırım olsun veya ulaşamadığı ürünleri sunmak olsun yapılandırılmış borçlandırma araçlarıyla gerçekleştiremeyeceğiniz strateji yok. Bu nedenden dolayı yapılandırılmış borçlandırma araçlarını önümüzdeki 50-60 yılın ürünü olarak görüyorum. Yapılandırılmış borçlanma araçları yine regülatörün bize sunduğu olanaklarla beraber çok iyi bir avantaja dönüyor. SPK kısa sürede ihraç yapabilecek altyapıyı bize sundu. Bu da çok önemli bir şey. Çünkü piyasalar çok değişken. Yatırımcının istediği zaman en kısa sürede ürünü sunarsanız talebini karşılamış oluyorsunuz. Diğer türlü sürtünmeler işimizi çok zorlaştırıyor. Özellikle uzun vadeli ihraçları teşvik edilmek isteniyor. Ama bizim bazı yatırımcılarımız kısa vadeli bakıyor. Ardı ardına 12 tane birer aylık ihraç aslında bir yıllık ihraç demektir. İşte bu tip ihraçların da aslında uzun vadeli olduğunu görüp ihraç masraflarını buna göre ayarlarsak bence çok yararlı olacaktır.

Şant Manukyan: Teşekkürler. Şimdiye kadarki konuşmalarımızda nelere değindik kısaca özetlemek gerekirse, eğitim bacağından, likidite bacağından ve ürünün bir değeri karşılayıp karşılamadığı gibi unsurlardan bahsedildi. Çetin Ali Bey aracı kurumlarla borsa arasında entegrasyon olması gerektiğinden bahsetti. Borsanın halka arz için derinleşmesi gerektiği ve bunun için yapılması gerekenleri gündeme getirdik. Eser Bey ise AB direktifleriyle uyum sağlamayla ilgili bir süreç olduğundan bahsetti.

Emrah Bey ise teminatlı menkul kıymetlerde AB standartlarından iyi durumda olduğumuzu ve büyüyen bir ihraç piyasası olduğundan söz etti. Ancak temel ürünlerde bile yeterince bir derinlik olmadığının altı çizildi. Sermaye piyasalarının hala yetersiz olduğundan bahsedildi.

Şimdi ikinci tura geçebiliriz. Ali Bey tekrar sizinle başlayalım. Görünen o ki yeni ürünlerin önüne geçmek mümkün değil. Peki bu noktadan sonra ne olacak? Piyasaları ne bekliyor? Yeni ürünler mi gelir yoksa regülasyonlarla boğulan bir piyasa mı karşımıza çıkar? Yeni ürünler gelecekse risk yönetimi için neler yapılması gerekecek?

Ali Çoşkun: Regülasyondan boğulan piyasanın oluşması doğal ama bir şekilde “ya-

sakların etrafından dolaşmak” dediğimiz konu da her zaman gerçekleşiyor. Regülasyonlarla piyasayı boğmamak gerek, bunun için tepeden inme düzenlemeler değil ortamın gereklerine uygun düzenlemeler yapmak gerek. Ama nasıl yapılacak da yeni ürünler gelecek? Yokluk ve kısa vadeli düşünce var olduğu sürece borsada yatırım anlamında yeni ürünler ortaya çıkacaktır. Akademiden geldiğim için düşüncem şöyle: Bence eğitimle başlanması gerekiyor. Regülasyonlar her zaman olacak ama belli bir noktadan sonra fazla regülasyon da fayda yerine zarar getirecektir. Üç yıldır bir bankanın sponsorluğunda finansal okuryazarlık araştırması yapıyoruz. Bunun iki ayağı var. Finansal piyasalar ve erişim. Erişim olmadan arz gerçekleşmiyor. Genel olarak buna finansal tabana yayılma deniyor. Arz ve finansal erişim ayakları var. Ürünler var ki insanlar erişebilsinler. Ama Türkiye’de finansal erişim oranı yüzde 30-40’larda. Emrah Bey’in bahset-



tiği temel ürünlerde ise yüzde 50'lerde. Burada finansal ürün derken karmaşık bir üründen bahsetmiyoruz. Çok basit bir banka hesabından bahsediyoruz. Varantları 2 bin 728 kişi kullanıyor. VİOP piyasası yatırımcıları çok düşük sayılarda. İnsanlar okuryazar olduklarında güven duyabiliyorlar. Endeks çalışmamızda katılımcıların finansal bilgi seviyelerine bakıyorsunuz. En temel matematik sorusuna cevap veremeyen insanlar var. OECD ülkelerinin yaptığı finansal okur yazarlık tablolarında da benzer bir durum ortaya çıkıyor. Yani sadece Türkiye'ye özgü bir sıkıntı da değil. Basit matematik sorusuna cevap verilemeyince basit faiz, bileşik faiz hesapları da doğal olarak hiç yapılamıyor. Finansal okuryazarlığın bir alt ayağı da risk okuryazarlığı. Bu eğitimin ilkokullara kadar inmesi lazım.

Sermaye piyasalarıyla ilgili olarak ben Çetin Ali Bey kadar olumsuz ve karamsar düşünmüyorum. Mesela Finansal Okuryazarlık Der-

neği önderliğinde ilkokul öğrencilerine yönelik verilen "Üç Kumbara" eğitimi ve benzeri eğitimler var. Mesela bu eğitimlerde çocuklara bugün 1 bisküvi ve yarın iki bisküvi teklif ediliyor ve sabrın, uzun vadeli düşünmenin daha iyi olduğu anlatılıyor. Bu işi yavaş yavaş uzun vadeye yaymanın gerekli olduğunu düşünüyorum. Her şey bir anda olmaz. Çin ve Brezilya'da bu iş nicel yatırım olarak algılanıyor. Bir an önce parayı alıp gitmek isteyen insanlar var. Yüksek Frekanslı Alım-Satım (HFT) için Malezya bildiğim kadarıyla 8 yıldır bu konuyu tartışıyor. Almanya, risk unsurlarını katarak bunlara izin verdi. Birkaç kişi iyi para alsada günün sonunda iyi para alınmadığı ortaya çıkıyor. Büyük fonlara bireysel yatırımcıyı yedirmemek ve birileri para kazanacak diye işin toplumsal yanını unutmamak lazım.

Şant Manukyan: Zaten genel olarak baktığınızda özellikle yüksek frekanslı işlemlerde şöyle bir tartışma var. Yapılmak istenen



borsadaki açıkların kapatılmasıdır. Bir diğer görüş de diyor ki “Biz buna ciddi kaynak ayırıyoruz. Ciddi anlamda zeki insanları otur-tuyoruz. Dolayısıyla bunun yapılması kaçınılmaz bir şeydir.”

Borsa İstanbul olarak bizim buna bakış açımız nasıl? İkincisi yurt dışı borsalarıyla rekabette stratejimiz nedir?

Çetin Ali Dönmez: Borsa İstanbul olarak “high frequency trading (HFT)” yöntemini ciddi biçimde tartışıyoruz. Özellikle borsaların farkında olmadan yaptıkları bazı hatalar var. Ya da eleştiriye konu oldular. Kolokasyon denilen yapıda bir verinin başka yatırımcılardan daha önce alınması gibi. İşte bunlar tartışılıyor. Örneğin “Kolokasyon verdiğimiz yatırımcılara da, HFT’cilere de diğerlerine yaptığımız gibi verileri geciktirerek mi versek?” gibi... Neticede verilerin kaynağı biziz. Biz Borsa İstanbul olarak yurt dışı uygulamalara bakıyoruz, onları dikkatli bir şekilde inceliyoruz. Aceleci değiliz. Yüksek frekanslı işlemlerin hem yararını hem zararını tartışıyoruz. Bizim özellikle bireysel yatırımcı tabanımız yüksek. HFT’nin bireysel yatırımcıyı oldukça küstüren, piyasa dışına iten özellikleri olduğu da sıklıkla dile getiriliyor.. Ancak tüm bunlardan daha önemlisi sermaye piyasalarına bakış açısı dinamik olmalı. Nasıl ki Merkez Bankası döviz, kuru takip ediyorsa, sermaye piyasalarının düzenleyici otoriteler de borsalar da farklı ürünlere bakmalı, yatırımcı eğilimlerine bakmalı, likiditeye bakmalı. Ona göre kendisini ayarlamalı. Piyasanızda likidite yoksa, bireysel yatırımcı gelmiyorsa, kurumsal yapıdan yeterince talep olmuyorsa, aynı noktada

patinaj yapıyorsanız, likidite gerekliyse size HFT lazım demektir. Dolayısıyla radyonun, televizyonun düğmesini ayarlamak gibi, onu bir yere kadar ayarlamak lazım. Varsa ihtiyacınız ona uygun “order trade ratio”lar (verilen emre göre gerçekleşen işlemler), verinin hızı, kalitesi gibi bazı önlemleri o zaman almanız mantıklı olabilir. Borsanın da düzenleyici otoritenin de tüm bunları barometre gibi takip etmesi lazım. Bazı temel yatırım araçları ülkemiz yatırımcısına henüz yeterince sunulmamış durumda. Yatırım yapılabilecek alternatifin daha fazla olması lazım. Demek ki burada bir teşvike ihtiyaç var. Halka arz edilecek şirketlerin teşvik edilmesi lazım. Belki birkaç yıl vergi teşviki gelebilir. Başka teşvikler düşünülebilir. Sonra bakılır ki halka arzlar artmış, yatırımcı tarafında bir sıkıntı var. O zaman da o tarafa el atılır ya da farklı uygulamalar yapılır, düzenlemeler gelişmeler çerçevesinde güncellenir.. Söylemeye çalıştığım şey şu: HFT bu ülkeye lazım mı, değil mi sorusu dinamik bir sorudur. Biz NASDAQ’a geçtikten sonra hemen lazım olmayabilir. Bir yıl sonra lazım olabilir. NASDAQ’a geçtikten sonra başladığımız bazı kuralları da sonradan değiştirebiliriz. Piyasayı devamlı takip etmek lazım. HFT vergi düzenlemesi ve diğer tüm düzenlemeler nereye fayda, nereye zarar getiriyor? Dolayısıyla bu dinamik mantığı biz her zaman korumaya çalışıyoruz. Düzenleyici otorite sertifikaların gelişmesini istiyorsa, vergi düzenlemesini yapar. İstemiyorsa onun da bir mantığı vardır. Opsiyonların artmasını istiyorsa, fonların yükselmesini istiyorsa onların lehine düzenlemeler yapar.



Bizde sıkıntı maalesef statik olmamız. Bir düzenleme yapıldığında “Vardır bir hikmeti” diye düşünülerek dokunulmuyor. Böyle tuhaf bir durum var. Basit bir örnek vermek gerekirse: Dövizin kendisine alım satım yaparsanız, dövizin kendisinde stopaj yok. Hiçbir şey yok. Ama dövizin fonunda stopaj var.

Altının kendisini külçe olarak al – sat vergi yok. Ama altın borsa yatırım fonu olduğunda orada stopaj var... Bu vergi düzenlemelerini yapanlar, yurt dışındaki eğilimleri görselerdi, o konuda biraz daha stratejik davranırlardı, bence bu -hatayı diyelim- yapmayacaklardı.

Bakınız bu ülkede kurumsal yatırımcılara kurumsal yapılara ihtiyaç var. Bunun önünü kesmemek lazım. HFT konusunda bizim şu anda şöyle ya da böyle olsun diye bir tavrımız yok. Biz dünya uygulamalarını izliyoruz. NASDAQ ile de konuşuyoruz. Kendi tecrübeleri de var. Dolayısıyla HFT’yi kontrollü bir şekilde devreye almayı planlıyoruz. Devamlı takip ediyoruz. Piyasalar zarar görürse gerekli tedbirleri de alırız. Genel bakış açısının da bu olması gerekiyor.

Şant Manukyan: Eser Bey, SPK gelişmelere nasıl bakıyor? Bunu bir risk olarak mı görüyor yoksa amaç, “Gidişat bu yönde” deyip ona göre regüle etmek mi?

Ben yurt dışından bazı kurumlarla konuşuyorum. Konular o kadar detaylandırıldı ki onlar artık ABD bankalarıyla swap işlemlerine gitmek istemiyorlar. Bu işlemi regülatörler Amerika’dan Asya’ya kaydırmaya çalışıyorlar. Regülatörlerin böyle bir kuvveti de var. Hata mı değil mi bilemem ama bunun bütün piyasayı hareket ettirecek gücü de var. Bu konularda SPK’nın genel yaklaşımı nasıl olacak?

Eser Şagar: Daha önce, foreks işlemleriyle birlikte 2011 yılında tezgah üstü piyasalara ilişkin ilk düzenlememizi yapmıştık. Bundan 4 yıl öncesine kadar ülkemizde foreks piyasaları düzenleme altında olmayan, birçok kişinin mağdur olduğu ve zarara uğrayarak tasarruflarını kaybettiği bir piyasa iken, bugün günlük işlem hacmi ile sektörde en büyük işlem hacmine sahip piyasa olarak göze çarpmaktadır. Mevcut durumda ise 6362 sayılı kanun kapsamında düzenlemelerle birlikte, tezgah üstü türev piyasalara ilişkin geneli esas alan ve ürün çeşitlendirmeye yönelik detaylı hükümler getirdik. Bu aşamada, biz düzenleyici kurum olarak genel resmi gördüğümüz için tezgah üstü türev ürünlere ilişkin iş akış kurallarını oluştururken aynı zamanda bu ürünlere

ilişkin netleştirme, takas veya saklama süreçlerini de ele alıyoruz. Bu anlamda, uygulamada bir kopukluk olmaması yani bütünlüğün bozulmaması için, ayrı bir kurumun bu piyasaları düzenlemesi gerekmiyor. Kaldı ki 6362 sayılı kanunda da açık olarak bu ürünler ve piyasalar SPK gözetimine tabi tutulmuş. Biz temel olarak, bu piyasaları düzenlerken yatırımcıları korumakla birlikte piyasaya esneklik ve çeşitlilik de sağlamayı amaçlıyoruz.

Yüksek frekanslı (HFT) işlemlerin daha sağlıklı bir ortamda gerçekleştirilebilmesine yönelik SPK’nın bazı yükümlülükler öngörmesi mümkündür. Borsa İstanbul bünyesinde yeni sisteme geçiş ile birlikte HFT işlemler de gündeme gelecektir. Dolayısıyla bu konu Kurul değerlendirmesine tabi durumda. Türev ürünlerle ilgili ayrı bir kurum örgütlenmesi mevcut piyasa koşulları için olası değil diye düşünüyorum. Kurul şu anda kanunla kendisine verilen görev ve yetkileri yerine getirmektedir.

Şant Manukyan: Teşekkürler. O zaman Emrah Bey, yine size geçelim. Yurt dışında merkez bankalarının faizleri aşağı çekmesiyle getiri arayışı oldukça şiddetlendi. Emeklilik fonları ve sigortalar açısından baktığımızda ortada bir bono sıkıntısı da var. Getiri arayışı, daha agresif olma ihtiyacını da doğuruyor. O açıdan sizin görüşleriniz nedir? Alınan riskler artıyor mu?

Bir de şunu sormak istiyorum: Örneğin geçtiğimiz yıl itibarıyla pasif olarak yönetilen bir fon olan Vanguard’ın fonlarının artık bir numaraya geçtiğini gördük. Ki o döneme kadar aktif olarak yönetilen bir fon olan Pimco dünyanın en büyük fonuydu.

Yatırımcı açısından da maliyetler çok yüksek ya da getiriler düşük denilerek algıda bir değişim oluyor mu? Yurt dışında oluyor ama Türkiye’deki durum nedir?

Emrah Yücel: Teşekkür ederim. Getiri arayışı fonlar ya da kurumsal yatırımcılar açısından son dönemin bence en dikkat çeken trendlerinden biri. Bu arayış içinde olan yatırımcılar son dönemde özel sektör borçlanma araçlarına yoğun bir oranda rağbet ediyorlar. Biraz önce sohbetimizin ilk bölümünde paylaştığımız diğer alternatif enstrümanların dışında, ana ürün kategorisine daha yakın olarak koyabileceğimiz özel sektör borçlanma araçları üzerinde de konuşmakta fayda var. Bu kıymetler devlet iç borçlanma araçlarının üzerine vermiş oldukları ek primlerle birlikte,

hem mevduat işlemlerine hem de sabit getirili menkul kıymetler yatırımlarına alternatif olup olmamak açısından son dönemde yatırımcılar tarafından dikkate alınan ürünler. Bu ürünlerle baktığımız zaman iki temel risk unsurunu yatırımcıların değerlendirmeleri önem arz ediyor. Bunlardan birincisi ve belki biraz daha basit gibi görüneni, likidite unsuru. Ama bu da karşılığı gerçekten çok kolay olan bir husus değil. Burada iş biraz da bu kıymetlerin ihracına aracılık eden kurumlara düşüyor. Zira aracı kurumlar ikincil piyasadaki aktiviteleri çerçevesinde yine ihraçlarına aracılık ettikleri özel sektör borçlanma araçlarında likiditeyi de destekleme adına birtakım adımlar attıkları zaman, bu ihraçlara katılan yatırımcılar açısından da, ihraçların tercih edilebilirliği ile ilgili değerlendirilen önemli unsurlardan biri oluyor. Ama tabii bunun daha ötesinde bu kıymetlerin ikinci el likiditesinin çok yoğun olmaması ya da finans kesimi dışı ihraçların büyük bir kısmının değişken faizli olması, aslında bu ürünlerin volatilite seviyelerinin diğer muadillerine göre daha düşük olmasına neden oluyor. Bugün devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) baktığımız zaman, evet orada volatiliteyi artıran bir vade, bir “duration” unsuru da var ama öyle ya da böyle DİBS’ler daha aktif alınıp satılan ürünler. Daha düşük ikinci el aktivitesi dışında özel sektör borçlanma araçları; bankacılık sektöründeki kısa vadeli ihraç yapısı ile finans dışı sektörün ağırlıklı değişken faizli yapısı nedeniyle de o volatiliteyi bir miktar emiyorlar.

Likidite koşullarını risk unsurlarından bir olarak paylaşmak ile birlikte bu ürünlerdeki en önemli unsur kredi riskinin ölçülmesi olarak karşımıza çıkıyor. Kurumsal yatırımcılar kanalıyla bu ürünlere yatırım yapılması durumu, portföy yönetimi yaklaşımının açık örneklerinden birini teşkil edebilir. Çünkü böyle ihraçlar geldiği zaman kurumsal yatırımcıların kollarını sıvamaları ve kendi kredi analiziyle ilgili değerlendirmelerini yapmaları gerekiyor. Bunun yanı sıra bu çalışmalarını dışarıdan, üçüncü partilerden araştırma çalışmaları ve analizlerle de destekleyebilirler. İhraç yapan, tahvilini ihraç edecek kurumların sorumlu yöneticileriyle bir araya gelmesi önem arz ediyor. Bilançolarına çalışılması gerekiyor. Yani aslında ihraçlar öncesinde çok önemli bir ev ödevi söz konusu oluyor. Aslında tüm bu değerlendirme ve çalışmaların ihraçtan sonra, devamlılık arz eden bir biçimde sürme-

si de gerekiyor. Bu anlamda da özel sektör borçlanma araçlarının, portföy yönetim sektörünün profesyonel yönetim anlamında belki de en ciddi karşılığını bulduğu ya da bulması gerektiği mecralardan biri olduğunu söyleyebiliriz.

Bunların dışında son dönemde SPK’nın portföy yönetimi alanına yönelik çok önemli çalışmaları var. Özellikle yeni sermaye piyasası kanunumuzdan sonra çok yoğun bir tebliğ ve yönetmelik çalışmaları oldu. Yatırım fonları tebliğ çerçevesinde de eski kalmış, özellikle vergisel nedenlerden dolayı yalnızca A ve B tipi yatırım fonları diye ayrıştırılmış yatırım fonları kategorilerini, yatırımcılar nezdinde çok daha anlaşılır kılan ve bu yatırım fonlarının hangi mecralarda ne tarz yatırım yaptıklarıyla ilgili daha iyi fikir sahibi olabilecekleri ayrıştıma gidildi. Bu yeni dönemle birlikte yurt dışında “Umbrella Fund” diye adlandırdığımız fon yapısı daha etkin bir hale getirildi. Dolayısıyla bu yapıyla birlikte de daha önceki dönemde kullanılan A tipi fon, B tipi fon gibi çok geniş kavramlardan daha net, daha spesifik tanımlanmış yeni bir yapıya geçilmiş olundu.

Bu son dönemde sektör açısından önemli gelişmelerin diğeri de SPK’nın yine yeni tebliğ ve konuyla ilgili yayınlanan rehberlerle birlikte daha önceki dönemlerdeki ikincil uygulamaları ciddi anlamda somutlaştırması oldu. Bunlardan neyi kastediyorum? Özellikle portföy sınırlamalarıyla ilgili kuralları Avrupa uygulamalarına daha yakın hale getirerek bir anlamda uluslararası “base practice”lere uygun bir hale sokmuş oldu. Bunun yanı sıra iç kontrolle ilgili önemli somut adımlar atıldı. Yatırım fonlarının almış oldukları riskler, günlük portföy sınırlamalarına uyumu ve yasal sınırlara, mevzuata uyumuyla ilgili portföy yönetimi şirketleri tarafından her gün düzenli olarak risklerin doğru ölçülebilmesi açısından yapılan çalışmalar karşımıza çıkıyor. Keza bu yeni dönemle birlikte Sermaye Piyasası Kurulu’nun doğrudan risk yönetimiyle ilgili de birtakım getirmiş olduğu zorunluluklar da oldu. Fonların riske maruz değer (value at risk) ölçümleriyle ilgili olarak birtakım yükümlülükleri var. Fonların yalnızca “benchmark”ı değil, o benchmark çerçevesinde yönetim yaparken almış oldukları riskler de daha somut olarak ölçülmüş oluyor. Fonlar, günlük olarak sağlamaları gereken RMD limitlerine tabi tutuluyorlar. Bu da yapılan

yönetimin risk anlamındaki ölçümü ve değerlendirilmesi açısından önemli bir unsur.

Yine SPK'nın, Risk Değeri (RD)'yi kullanarak fonların risk profillerinin belirlenmesiyle ilgili attığı birtakım adımlar oldu. Fonların volatilité seviyelerinden yola çıkarak farklı risk seviyeleri doğrultusunda kategorizasyonları yapıldı.

Dolayısıyla doğrudur, son dönemde yeni enstrümanlar hayatımıza giriyor. Bunların da mutlaka sunmuş oldukları fırsatlar var. Zaten bunun için hayatımıza giriyorlar. Ama bir taraftan da sunduğu fırsatlarla birlikte getirmiş oldukları riskleri de var. Bu risklerin de iyi ölçülüp yönetilmesi zorunluluğu ortaya çıkıyor. Bu anlamda yapılan yasal düzenlemelerle birlikte bu hususların yönetiminin daha sistematik bir hale getirildiğini görüyoruz.

Son olarak o mikro sorunuza istinaden managed fund ve endeks fonlarla ilgili olarak şunu söyleyebilirim. Evet, global olarak şunu net biçimde görüyoruz ki dünyada pasif portföy yönetimi modeline artan oranda bir teveccüh var. Bu konuya rakamlar üzerinden bakmakta fayda olacağını düşünüyorum. Amerika özelinde konuşmak aşırı bir örneğin kullanılması anlamına gelebilir ama daha çarpıcı olması itibarıyla oradan bir iki rakam paylaşabilirim. Amerika'da hisse senedi yatırımı yapan yatırım fonları ve hisse senedine yatırımı endeksler vasıtasıyla yapan yatırım fonlarını oranladığımızda bu oran 2000'lerin başında yüzde 9'lar civarında. Yani hisse

senedi yatırımı o alandaki endeksler aracılığıyla, daha pasif olarak yapan fonlar yüzde 9 oranındayken günümüzde bu oran yüzde 20'lerin üzerine çıkmış durumda. Keza ETF, diğer bir ifade ile borsa yatırım fonlarına tarafına baktığımız zaman, ABD'de 2000'lerin başlarında 150 milyar dolarlar civarındayken 2014 sonu itibarıyla 2 trilyon dolar seviyesinde. Bu yıl itibarıyla daha da yukarı gelmiş durumda.

Dolayısıyla sizin de ortaya koymuş olduğunuz birtakım unsurlardan dolayı gerek kurumsal yatırımcılar, gerekse hane halkının pasif portföy yönetimine global anlamda geçmişe oranla bir miktar daha fazla yöneldiğini görüyoruz.

Ama ülkemize geldiğimiz zaman bunun pek de öyle olmadığını görüyoruz. Biraz önce Yiğit Bey de Çetin Ali Bey de bahsetti. En önemli örneklerden biri borsa yatırım fonları. Orada gelmiş olduğumuz nokta maalesef ve maalesef ulaşılmış olduğumuz zirveden de önemli oranda aşağıda bir seviyede (zirveyi tırnak içinde kullanıyorum) çok yüksek seviyelere çıktığımız hiçbir zaman söylenemez. Borsa yatırım fonları büyüklüğümüz, haziran ayında 160 milyon civarındayken şu anda 130 milyona gelmiş durumda. Kurumlardan da Yiğit Bey'in bahsetmiş olduğu birtakım tasfiye kararlarının olduğunu gözlemliyoruz. Keza endeks fonlarımıza baktığımız zaman o fonlar da 250 milyon seviyesinde devam ediyor. Dolayısıyla özellikle ülkemiz yatırım fonu sektöründe, global işleyişin aksine, pasif port-



föy yönetimi artan bir eğilimde değil. Burada açıkçası her iki modelin de artıları ve eksileri olduğunu düşünüyoruz. Pasif portföy yönetiminin kendi içerisinde daha basit, şeffaf, belki birtakım operasyonel maliyet avantajları gibi unsurlarını bir tarafa koyabiliriz. Aktif portföy yönetiminde de piyasadaki gelişmelere daha esnek tepki verebilecek, gerek varlık dağılımı gerek varlık seçimi kararları gerekse de portföy yöneticisinin yaratabileceği katma değer üzerinden sağlayabileceği artılardan bahsedebiliriz. Ama dediğim gibi şu an itibarıyla bizdeki karşılığı global gelişmelerden bir miktar daha farklı gözüküyor.

Çetin Ali Dönmez: Ben bir şey sormak istiyorum. Yatırım fonlarının, bireysel emeklilik fonlarının, borsa yatırım fonu almasında herhangi bir engel var mı? Alınıyor mu?

Emrah Yücel: Farklı kolektif yatırım kuruluşları için geçmişte vardı ama düzenlemeler ile değiştirildi. Şu anda yok. Aslında fonların yönetimi açısından baktığınız zaman, portföy yöneticilerinin kendi yönettikleri bir alan içerisinde oldukları için bu ürünleri bir miktar tercih edebildiklerini görüyoruz. Hiç yok diyemeyiz, kullanılıyor. Karşılığı var ama olması gereken seviyede değil. Şunu da vurgulamam lazım. Yine SPK tarafında aslında geçmiş dönemde burada sektör açısından tespit edilen birtakım eksiklere karşın, yeni dönemde önemli adımlar da atıldı. Bunların en önemlisi borsa yatırım fonları eskiden aynı olarak bozulup oluşturulabiliyordu. Yani birincil piyasa işlemleri içerisindeki menkul kıymetler üzerinden yapılabiliyordu. Bir borsa yatırım fonunun yapısını oluşturmak istiyorsanız, götürüp o kıymetlerin kendisini alıp, o şekilde teslim edip, o şekilde fon paylarını alabiliyordunuz. Yurt dışı uygulamalarına paralel olarak yeni getirilen tebliğ ile birlikte artık bunu nakden de yapmak söz konusu. Bu da şu anlamda önemli: Swapların kullanılarak daha önce yatırım yapılma olanağına sahip olunamayan dayanak varlıklarının kullanımına olanak sağlanıyor. Ayrıca vadeli işlemler kanalıyla yapılabilmesi açısından da önemli. Bunun, borsa yatırım fonları içinde büyüme potansiyelini barındıran önemli bir unsur düşünüyorum. Çünkü eskiden bunu vadeli işlem kanalıyla yapmanız mümkün değildi. Kıymetin kendisini getirmeniz gerekiyordu. Şimdi nakden yapabildiğiniz noktada şunu sağlayabilir: Daha önce siz alım/satımını yapabildiğiniz dayanak varlıkları kullanarak borsa yatırım fonlarını ta-

sarlayabilirken, varantlarda olduğu gibi içeride doğrudan yatırım yapma şansına sahip olamayacağınız birtakım ürünlerin de borsa yatırım fonları aracılığıyla tasarlanabilmesi mümkün oluyor. Dolayısıyla o anlamda son derece olumlu. Ama sizler de bahsettiğiniz, en başlarda o ivmenin yakalanamaması nedeniyle şu aşamada maalesef gerekli heyecanı tek başına yaratacak bir unsur değil gibi görünüyor.

Şant Manukyan: Teşekkürler. Yiğit Bey, o zaman son soruyu da size sorayım.

Biraz önce de konuştuk, bizdeki aktivite yoğun olarak aracı kurumların aktivitesi ve yoğun olarak kaldıraçlı işlemler üzerinden gidiyor. Ama global olarak baktığınızda bu aslında daha az yer tutan bir konu.

Az önce “Borsa yüksek frekanslı işlemlere nasıl bakıyor, SPK bu riski nasıl regüle edecek” diye konuştuk. Peki aracı kurumlar bütün bunlara hazır mı? Yakında tezgah üstü ürünler gelecek. Yüksek frekanslı işlemler söz konusu olacak. Aracı kurumların insan kaynakları yeterli mi? Risk alt yapısı hazır mı? Çok kontrol altında olan bir sermaye yapısı var ama bunlar geldiği zaman bu sermaye yeterli olacak mı? Özetle aracı kurumlar tarafında durum nedir? Aracı kurumlar bütün bu olan bitenin neresinde duruyor?

Yiğit Arıkkök: Güzel bir soru. FX yapılıyor ama bütün aracı kuruluşlar tarafından yapılmıyor. Türkiye’deki aracı kuruluş yapısı biraz daha geleneksel. Hisse senedi üzerine kurulmuş bir piyasa var. Hisse senedinin yanında VİOP ve FX yapan aracı kuruluşlarımız da var. Sadece hisse senediyle uğraşan aracı kurumlarımızın öz sermaye yapıları biraz düşük kalıyor.

Sektörü şu anda FX kurtarıyor ama sonsuza kadar kurtaramaz. Komisyon ve kâr marjı olarak çok rekabetçi bir sektörümüz var. Kazanç düşük, özkaynak getirisi de düşük. FX yapmayan kurumlar için işler zor.

Risk açısından baktığımızda en büyük iki kurumun bilanço büyüklüğünün sektörün yüzde 53’ü olduğunu görüyoruz. Bu, SPK’nın öz sermaye ile ilgili düzenlemesinden sonra bir miktar iyileşti ve yüzde 60’lardan yüzde 53’e düştü. Buna rağmen ilk iki kurumun büyüklüğü sektörün yarısından fazla. Öz kaynağı 100 milyonun üzerinde olan aracı kurumlar 7 adet. Yurt dışındaki yatırım bankalarıyla kıyasladığımızda, sektörün güçlü özkaynağa sahip olmadığı görülüyor. Bence yeni yeni gelişen bir sektör olarak teknolojik altyapımı-

zın çok daha iyi durumda olması gerekiyordu. Önümüzdeki dönemlerde teknolojik gelişmenin hızlanacağını düşünüyorum.

Teknoloji demişken HFT'den konuşalım biraz. Nicel algoritmik işlemler ile HFT'leri ayırmak lazım. Algoritmik işlemlerde, yatırımcılara sayısal stratejiler üzerinden işlem yapma imkanı sunuyorsunuz.

HFT ise biraz farklı bir şey. Bizim bir avantajımız var Türkiye'de: biliyorsunuz yurt dışında birkaç tane piyasa var ve yatırımcıya en iyi fiyatı vermekle yükümlüsünüz. HFT'lerin temel stratejileri diğerlerinden daha hızlı davranmaktır. Ama Türkiye'de tek piyasa var. O yüzden belki de HFT'lerden çok da korkmamak lazım.

İlk turda bazı rakamlar verdim. Tutma oranında yüzde 60 yabancı, yüzde 30 yerli. Ama işlem hacmine baktığımızda yüzde 80 yerli, yüzde 20 yabancı. Yani yerliler burada işlem yaparak likiditeyi sağlıyorlar. Onların asli görevi o. Gün içi al-satçılar mesela. Mal tutmuyorlar. Demek ki likiditeyi sağlayan bir fonksiyonları var.

Yurtdışındaki bazı insanlar da diyorlar ki HFT'ler geldiği zaman bu al-satçıların yerlerine geçecekler. Ben al-satçıların kolaylıkla piyasadan sürülebileceklerine inanmıyorum. HFT'ler likit hisse senetlerinde işlem gerçekleştiriyorlar. Eğer günlük al-satçı'lar likit hisse senedinden sürülürlerse illikit hisse senetlerine kanallıze olabilirler. Aslını isterseniz HFT'ler, özellikle yurtdışı HFT'ler, şu anda Borsa İstanbul'da işlem yapıyorlar. Önümüzdeki dönemde kolokasyonla daha artuklarını göreceğiz.

Ben değişim dışında hiçbir şeyin kalıcı olmadığını düşünüyorum. O nedenle tüm bu gelişmelerin de olumlu yansımaları olacağını düşünüyorum. HFT'lerin de hem likiditeye katkıda bulunacaklarını, hem de bir miktar teknolojik gelişmeyi sürükleyeceğini öngörü-yorum.

Risk konusuna kısaca değinirsek bugüne kadar risk yönetimine çok ihtiyacımız olmadı çünkü SPK bizim için riskleri yönetti. SPK'nın daha önceki yaklaşımı, "İzin vermediğim her şey yasaktır" şeklindeydi. Şimdi yavaş yavaş "Yasaklamadığım şey serbesttir" anlayışına kayış varmış gibi duruyor. Bu da çok olumlu bir yaklaşım. Otorisk yönetimi önümüzdeki dönemde önemli bir kavram olarak karşımıza çıkacak. Şimdi yavaş yavaş buna dönük altyapılar kuruluyor.

Şant Manukyan: Çok teşekkürler. Son turumuzda konuklarımızdan eklemek istediklerini alabilirim.

Çetin Ali Dönmez: Ben kısaca bir şey ekleyeyim. Benim bir tespitim de şudur. Türkiye'de bankacılık sektörü personel altyapısı, teknolojik alt yapı olarak da çok gelişti. İyi ki de gelişti. Güzel bir seviyede. Çok iyi lobi yapıyorlar. Sermaye piyasası aktörlerinin de bu lobi faaliyetine önem vermeleri lazım. Vergi diyoruz, başka sorunlarımız var diyoruz. Aracı kurumlarımız var bu işin içinde. Borsa, Takasbank, MKK, SPK var. Vergi dairesine gittiğimizde sektörün tek sesi olarak ısrarla bu lobiyi yapmamız lazım. Bu lobinin bir örneğini kuyumculuk sektörü çok iye verdi. Düşünün tüm sektör tek ses oldu ve pırlantada ÖTV kalktı. Piyasanın likiditesinde vergi etkisi çok yüksektir. Nerelerde problem varsa bunu iyi anlatmamız lazım. Bizim sermaye piyasasının lobi faaliyeti çok zayıf. Bu konunun üzerinde çok durmamız gerekiyor diye düşünüyorum.

Bunu aynı barometre gibi düşünün. Bir şey yaparsınız, bir adım atarsınız. Eğer piyasa bir tepki vermediyse demek ki o yaptığınız yeterli değil, başka bir şeye ihtiyacınız var demektir. Tüm mantığımızın böyle olması lazım.

Gelir idaresi konuya bizim kadar detayda hakim değil, bu normal. Ancak Gelir idaresine bunu güzel anlatmak lazım.

Ali Coşkun: Son söz olarak ben birkaç şey eklemek isterim. Eğitim konusu herkesin dikkat çektiği gibi çok önemli. Ona paralel olarak döviz opsiyonları düşünülebilir. Döviz opsiyonlarının likit hale getirilmesi, faiz türevleri, faiz opsiyonlarıyla şirketlerin eğitilmesi, kendilerini hedge etmeleri ve korumaları yöntem olarak sunulabilir.

Son söz olarak üniversitemizde özellikle Finans Araştırma Merkezi'mizde beraber çalışma şansına sahip olduğum Vedat Akgiray Hocamıza atıfta bulunmadan sözümü bitirmeyeyim. Vedat Hoca'nın son zamanlarda öncüsü olduğu "Good Finance – İyi Finans" yaklaşımı vardır. Bu işin uzun vadeye yayılabilmesi için, uzun vadede daha müreffeh bir Türkiye ve dünya için, sermaye piyasaları ve "iyi finans" çok önemli. Eğitimin, yeni ürünlerin, yeni metotların, her şeyin sermaye piyasalarına ve özellikle iyi finansa hizmet etmesi önemli. Doğru adım bu olacaktır diye düşünüyorum.

Şant Manukyan: Katılımınız için hepinize çok teşekkürler.

YATIRIMCILAR TÜREV ÜRÜNLERİ SEVDİ

En basit şekilde menkul kıymet haline getirilmiş opsiyon olarak tanımlanan varantlar, dayanak varlığı önceden belirlenen bir fiyattan belli bir vadede alım ya da satım hakkı veren ve bu hakkın nakdi uzlaşısı ile kullanıldığı sermaye araçlarıdır.

Sermaye piyasalarının gelişiminde ve derinleşmesinde önemli bir rol oynayan türev ürünlerde yatırımcı ilgisi son yıllarla beraber yükselmeye devam ediyor. Kurumsal yatırımcılar tarafından genellikle risk yönetimi amacıyla kullanılan türev ürünler, bireysel yatırımcılar tarafından ise çoğunlukla kaldıraç sebebiyle tercih ediliyor.

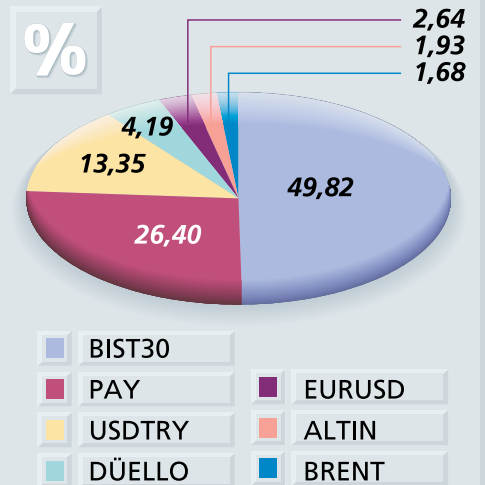
İş Yatırım, piyasa yapıcısı olduğu varantlar, endeks opsiyon sözleşmeleri ve pay vadeli işlem sözleşmeleriyle türev ürünler piyasasının gelişiminde ve piyasadaki likiditenin artmasında önemli bir rol üstleniyor. Türkiye sermaye piyasalarında yapılandırılmış borçlanma aracı ihraç etme yetkisi alan ilk yatırım kuruluşu olan İş Yatırım, yatırımcılara farklı dayanak varlık ve stratejileri borçlanma aracı yapısında kullanma imkanı veriyor.

İş Yatırım'ın ihraç ettiği yatırım kuruluşu varantlarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının üzerinden 5 yıl geçmiş durumda. İş Varant serüveni bundan 5 yıl önce dayanak varlığı BIST30 endeksi olan iki adet varantla başlarken, bugün itibarıyla piyasada 19 farklı dayanak varlık üzerine ihraç edilmiş 417 adet İş Yatırım varantı işlem görmekte. Geçen 5 yıllık zaman diliminde İş Yatırım gerçekleştirdiği 2440 adet varant ihracıyla yatırımcıları pay endeksi, pay, altın, döviz, düello ve petrol dayanak varlıkları üzerine ihraç edilen varantlarla buluşturdu. Yatırım-

cılar, İş Yatırım tarafından yapılan ihraçlarda BIST30 Endeksi, 14 farklı pay, 8 farklı düello çifti, flexo ve quanto altın, gram altın, Amerikan Doları-Türk Lirası, Euro/Dolar paritesi ve brent petrol gibi dayanak varlıklara yatırım yapma fırsatı buldular. 2010 yılından itibaren sermaye piyasalarında önemli bir yer edinen varantların işlem hacmi toplamı prim olarak 25 milyar TL'yi geçti.

Dayanak varlık bazında işlem hacmi payları

(2015, 3. çeyrek itibarıyla)





VARANTLARIN AVANTAJLARI

Yurtiçi sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir rol oynayan ve özellikle türev piyasalarda ürün çeşitliliği yaratan varantlar, yurtiçi bireysel yatırımcılar arasında oldukça popüler. En basit şekilde menkul kıymet haline getirilmiş opsiyon olarak tanımlanan varantlar, dayanak varlığı önceden belirlenen bir fiyattan belli bir vadede alım ya da satım hakkı veren ve bu hakkın nakdi uzlaşısı ile kullanıldığı sermaye araçlarıdır. Varantlar, opsiyonlara göre avantajlarıyla ön plana çıkıyor. Bu avantajların arasında en önemli sırada varant işlemlerinin opsiyonlarda olduğu gibi herhangi bir teminat gerektirmemesini gösterebiliriz. Bununla birlikte opsiyon piyasalarında görünen geniş alım satım makasının varant piyasasındaki fiyatlamalar değerlendirildiğinde daraldığını görüyoruz. Bu sebeple de varantlar yatırımcılara hem kısa vade hem uzun vadede farklı stratejileri uygulama imkanı veriyor. Kısa vadede yüksek kaldıraç elde etmek isteyen yatırımcılar için dar makas fiyatlamalarıyla bu imkanı veren varantlar, uzun vadeli opsiyon stratejilerini uygulamak isteyen yatırımcılar için de oldukça cazip olanaklar sunuyor.

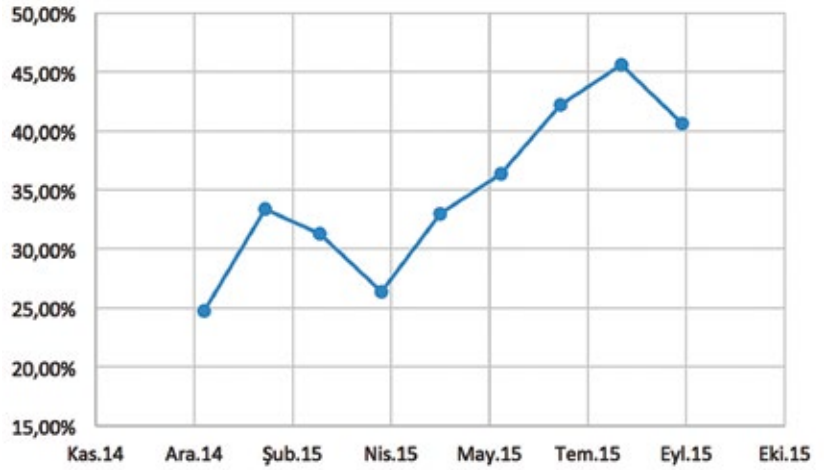
İş Varant 2014 yılında sermaye piyasası yatırımcılarını Düello varantları ile tanıştırdı. Düello varantlarıyla birlikte bireysel ve kurumsal yatırımcılar ilk defa Borsa İstanbul'da

İş varant hacim rakamları

(2015, 3. çeyrek itibarıyla)

Dayanak varlık	İşlem Hacmi (TL)	Ağırlık (%)
BIST30	941.367.755	49,82
USDTRY	252.272.773	13,35
GARAN	122.676.392	6,49
THYAO	88.667.032	4,69
DÜELLO	79.090.881	4,19
AKBNK	62.789.932	3,32
EURUSD	49.886.003	2,64
ISCTR	47.564.922	2,52
ALTIN	36.452.624	1,93
TUPRS	34.413.946	1,82
BRENT	31.781.586	1,68
SAHOL	30.064.310	1,59
VAKBN	25.287.885	1,34
HALKB	21.133.690	1,12
EKGYO	18.445.412	0,98
TTKOM	16.398.987	0,87
EREGL	16.017.573	0,85
YKBNK	10.558.747	0,56
KCHOL	3.130.584	0,17
TCELL	1.626.566	0,09

2015 AYLIK İŞ VARANT HACMİ



egzotik bir ürüne yatırım yapma fırsatı bularak “ikili trade” (pairs trade) stratejilerini kolaylıkla uygulama hakkına sahip oldular. İş Varant, bu yıl içinde de bir ilke imza atarak yatırımcıların Borsa İstanbul’da brent petrol üzerine yatırım yapmasına olanak sağlayan petrol varantlarını ihraç etti. Brent petrolde yıl içinde yaşanan oynaklıkla beraber yatırımcılar brent petrol beklentileri üzerine getiri sağlayabilme imkanına kavuştular.

İş Yatırım’ın ihraç ettiği dayanak varlıklarda gerçekleşen işlem hacimlerine baktığımızda BIST30 endeksi varantlarının ön sırada olduğunu görüyoruz. “İş Varant Hacim Rakamları” başlıklı tabloda, 2015 üçüncü çeyrek itibariyle İş Yatırım varantlarında gerçekleşen işlem hacmi rakamlarını ve dayanak varlık bazındaki yüzdelere göre görebilirsiniz. Sıralamada BIST30 endeksi varantlarından sonra Amerikan Doları – Türk Lirası dayanak varlık üzerine ihraç edilmiş varantlar ikinci sırada yer almakta. İş Yatırım Dolar/TL, EUR/USD, altın ve brent petrol üzerine varant eden ihraç eden tek kurum olmayı sürdürüyor.

BİLGİ SAHİBİ OLMAK ÖNEMLİ

Yatırımcıların varantlarda işlem yapmadan önce varant piyasasının işleyişine ve varantların dinamiklerine hakim olması oldukça önemli. Bu sebeple yatırımcıların varantlar hakkında her türlü bilgiyi kolayca elde edebileceği, varant piyasasını takip edebileceği ve yatırım yapmadan önce detaylı analiz yapabileceği www.isvarant.com web sitesini 2013 yılında hayata geçirmiştik. 2015 ile beraber Varant Akademisi’ni kurduk. Varant Akademisi üzerinden verdiğimiz online eğitimlerle yatırımcıların bilgi düzeyi

artırmayı hedefliyoruz. Sermaye piyasalarını her zaman yenilikçi ürünlerle buluşturmayı görev edinen İş Yatırım uzman ekibi ile, her ay yaptığı düzenli ihraçlarla, Varant Akademisi üzerinden verilen online eğitimlerle ve 0212 350 23 00 numaralı İş Varant Destek Hattı üzerinden yatırımcılarla buluşmaya devam ediyor.

İş Yatırım’ın piyasa yapıcısı olduğu endeks opsiyon ve pay vadeli işlem sözleşmelerinde yatırımcı ilgisi ve işlem hacminin 2015 yılı itibariyle geçen yıllara göre ciddi anlamda arttığını görüyoruz. Opsiyon piyasasındaki işlem hacmi 2015 üçüncü çeyrek sonunda 6,7 milyar TL nominal tutara yükselirken İş Yatırım nominal olarak 1,3 milyar TL’lik hacim gerçekleştirdi ve yüzde 20,5 pazar payıyla ikinci sırada yer aldı. Pay vadeli işlem sözleşmelerinde ise yılbaşından itibaren 2,5 milyar TL’lik işlem hacmi gerçekleşmiş durumda. Önümüzdeki dönemde hem opsiyonlarda hem pay vadeli işlem sözleşmelerinde işlem hacminin katlanarak artmasını bekliyoruz. İş Yatırım ayrıca yıl içinde değişik vadelere sahip 225 milyon TL’lik yapılandırılmış borçlanma aracı ihraç etti. Yatırımcılar için kendi risk ve getiri profillerine göre tasarlanmış, anapara korumalı ya da gelir artııcı özellikleri olabilen yapılandırılmış borçlanma araçlarında İş Yatırım ihraç edilen nominal TL tutarında liderlik konumunu sürdürüyor. Yatırımcıların sabit getirili enstrümanlarla, pay senedi, pay senedi portföyü, endeksleri ya da emtiaları dayanak varlık olarak kullanabildiği yapılandırılmış borçlanma araçlarına yatırımcı ilgisinin önümüzdeki dönemde de artarak yükseleceğini bekliyoruz.

Dijital Dünyanın Yeni Oyuncusu

Türkiye'nin en yenilikçi iş ve ekonomi dergisi Capital'in web sitesi capital.com.tr, yenilenen içeriği ve mizanpajıyla iş dünyasının açılış sayfası olmaya aday! Capital mobil uygulaması ise dopdolu içeriği ve interaktif yapısıyla App Store ve Google Play'de sizi bekliyor.



www.capital.com.tr



capitaldergisi



@capitaldergisi



TÜRKİYE'NİN EN YENİLİKÇİ AYLIK İŞ VE EKONOMİ DERGİSİ



İŞ VARANT 5 YAŞINDA

Varantlar İş Yatırım'ın gücü ve deneyimiyle beş yıldır Borsa İstanbul'da yatırımcılarla buluşuyor.

Varant piyasasına yön veren İş Yatırım'ın ayrıcalıkları

- Dar makas, likidite ve geniş ürün çeşitliliği
- Emtia ve FX varantları sadece İş Yatırım'da
- Varant Akademisi ile online eğitimler
- Deneyimli İş Varant uzmanlarıyla doğrudan iletişim

İŞ YATIRIM

VARANT
BİZİM İŞ'İMİZ...

İŞ VARANT

www.isvarant.com

0 (212) 350 23 00