

**PORTFÖY PERFORMANS SUNUMUNDA GLOBAL
YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARINA UYUM
VE TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ**

Nuray İSLATİNCE

(Doktora Tezi)

Eskişehir-2008

**PORTFÖY PERFORMANS SUNUMUNDA GLOBAL YATIRIM PERFORMANS
STANDARTLARINA UYUM VE TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ**

Nuray İSLATİNCE

**DOKTORA TEZİ
İşletme Anabilim Dalı
Danışman: Prof.Dr.Nurhan AYDIN**

**Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Eskişehir-2008**

DOKTORA TEZ ÖZÜ**PORTFÖY PERFORMANS SUNUMUNDA GLOBAL YATIRIM PERFORMANS
STANDARTLARINA UYUM VE TÜRKİYE’DE UYGULANABİLİRLİĞİ****Nuray İSLATİNCE****İşletme Anabilim Dalı****Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Temmuz, 2008****Danışman: Prof. Dr. Nurhan AYDIN**

Son yıllarda dünyayı etkileyen en önemli unsurlardan olan globalleşme finans endüstrisini de içine almıştır. Sermaye piyasalarına yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların sayıları ve tasarruf tutarları artış göstermiştir. Bu nedenle, portföy yönetiminin profesyonel olarak yapılması ve yatırımcılara portföy getirilerini karşılaştırarak tasarruflarını en iyi şekilde değerlendireceklerine inandıkları kuruluşlara yönlendirebilecekleri bir ortam gerekliliği doğmuştur.

“Portföy Performans Sunumunda Global Yatırım Performans Standartlarına Uyum ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” adlı doktora tezinin teorik bölümünde, ülkelerin organize olmuş global piyasalardaki profesyonel değerlere sahip bireysel ve kurumsal yatırımcılara ait portföy performanslarının, standardize edilmiş kurallara uyumunun önemi ortaya konmaya ve standartların zorunluluklarına uyumla ilgili durum tespiti yapılmaya çalışılmıştır.

Genel prensipler doğrultusunda şeffaf, adil, güvenilir ve yatırımcıyı koruyan standartların benimsenmesi, yatırımcıların bilinçlendirilerek doğru kararlar almasına ve sermaye piyasalarının gelişmesine olumlu yönde etki yapacaktır.

Standartlar, dünya çapında yatırım yöneticilerinin yabancı piyasaları daha iyi anlayabilme yeteneklerini artıracak ve performans raporlama ilkelerinde tek düzelilik sağlayacaktır. Yatırımcıların performans sunumlarını standartlara uyumlu gerçekleştirmesi uluslararası piyasalardaki pazar paylarını da artıracaktır.

Tezin uygulama bölümünde, Türkiye’deki portföy yönetim firmalarının GIPS ile ilgili zorunluluklara uyum durumlarının belirlenmesine yönelik bir uygulama yapılmıştır. Türk Sermaye Piyasasındaki portföy yönetim şirketlerinin, GIPS’ in CVG (ülkesel versiyonu) uyumlu standartları gönüllülük ilkesine rağmen, benimsedikleri ve uyguladıkları sonucuna varılmıştır.

ABSTRACT
ADJUSTMENT OF PRESENTATION OF PORTFOLIO PERFORMANCE TO
GLOBAL STANDARDS AND ITS APPLICATION TO TURKEY

Nuray İSLATİNCE

Finance Department

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, July,2008

Advisor: Prof.Dr. Nurhan AYDIN

In recent years, the developments of globalization have affected every aspect of the life including finance industry. Number of investors as investment banks and individuals have been increasing and also, the amount of funds that these investors bring to these financial markets have been increasing too. Because of these developments, portfolio management has to be done professionally and there is a requirement for professional institutions such as investment banks that help individual investors about portfolio allocation decisions.

This dissertation (“Adjustment of Presentation of Portfolio Performance to Global Standards and its Application to Turkey”) shows the importance of publication/and presentation of portfolio performance of investment banks which manages institutional and individual portfolios to public with a standardized rules.

Under the general principles of portfolio presentation rules, acceptance of standards that are transparent, fair, trustworthy and protective investors play an important role to educate investors and help them to make correct and efficient portfolio allocation decisions and also positively affects the development of financial markets in implemented countries.

Standardization will help managers of global portfolio investment funds to improve their understanding of foreign financial markets and will lead a unique standard to be used in all markets for presentation. Thus, this standardization in presentation will help investors to improve their market shares in international markets.

In application part of this dissertation, by using surveys, it is analyzed whether there is an understanding about the importance of GIPS (CVG) in Turkish financial markets and level of adjustment to these standards and it is understood that Turkish portfolio management firms have accepted and started to apply these standards voluntarily in their works.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Nuray İSLATİNCE'nin “Portföy Performansının Sunumunda Global Yatırım Standartlarına Uyum ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” başlıklı tezi / /2008 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme Anabilim Dalında Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Adı Soyadı

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Nurhan AYDIN

Üye : Prof.Dr.Semih BÜKER

Üye : Prof.Dr.Selim BEKÇİOĞLU

Üye : Prof.Dr.Güven SEVİL

Üye : Prof.Dr.Mustafa ÖZER

Prof.Dr. Ramazan GEYLAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın ilk aşamasından başlayarak, bölümlerin oluşturulması, içeriğinin düzenlenmesi ve yazın aşamasındaki olumlu eleştirileri, teşvikleri, sevgi ve sabrıyla katkıda bulunan danışmanım Prof. Dr. Nurhan AYDIN' a çok teşekkür ederim. Aynı zamanda tez izleme komitemde yer alan Prof. Dr. Güven SEVİL ve Prof. Dr. Mustafa ÖZER' e, tez savunmamda yer alan Prof Dr. Semih Büker ve Prof Dr. Selim Bekçioğlu' na değerli katkılarından dolayı teşekkür ederim.

Doktoraya başladığım günden itibaren desteği ve sabrı için eşim Hasan'a ve biricik oğlum Ege'ye, anneme ve babama sevgileri ve destekleri için çok teşekkür ederim.

Nuray İslatince

ÖZGEÇMİŞ

Nuray İSLATİNCE

İşletme Anabilim Dalı
Doktora

Eğitim

Y.Ls. 1966 Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ls. 1986 Anadolu Üniversitesi, İşletme Fakültesi

İş

1988- Türkiye Emlak Bankası A.ş., Kambiyo Uzmanı

1995- Toprak Bank A.ş., Dış İşlemler Yönetmeni

1997- Anadolu Üniversitesi AÖF Öğretim Görevlisi

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı: Aksaray/23 Nisan 1965 Cinsiyet: Bayan

Yabancı dil: İngilizce

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	iv
ÖNSÖZ	v
ÖZGEÇMİŞ	vi
TABLolar LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY PERFORMANS SUNUMUNUN STANDARDİZE EDİLMESİ

1. ULUSLAR ARASI STANDARTLARA İHTİYAÇ DUYULMA NEDENLERİ	4
2. YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARININ OLUŞUMU İLE İLGİLİ KURULUŞLAR	10

İKİNCİ BÖLÜM

GLOBAL YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARINA UYUM SÜRECİ

1. PERFORMANS SUNUM STANDARTLARIYLA UYUM SAĞLAMA SÜRECİNDE AŞILMASI GEREKEN HUSUSLAR	20
1.1. Uygunluk	21
1.1.1. Proje yönetim komitesinin oluşturulması	22
1.1.2. Proje planının oluşturulması	23
1.1.3. Firmanın tanımlanması	24
1.1.3.1. Firmanın ayrı bir iş birimi olarak tanımlanması	26
1.1.3.1.1. Tek firma danışmanı	27
1.1.3.1.2. Çoklu firma danışmanı	28

1.1.3.2. Firmanın takdir yetkisi	29
1.1.3.3. GIPS standartlarına göre firma tanımı ile ilgili zorunluluklar	31
1.1.3.4. Firma tanımı ile ilgili tavsiyeler.....	32
1.1.4. Yönetilen tüm portföylerin belirlenmesi	32
1.2. GIPS standartlarına uyumda temel aşamalar.....	32
1.2.1. Veri girişi ile ilgili zorunluluklar	33
1.2.1.1. Veri girişi ile ilgili tavsiyeler	34
1.2.2. Portföy performansı hesaplama metodolojileri	34
1.2.2.1. Hesaplama metodolojisi ile ilgili zorunluluklar.....	35
1.2.2.2. Hesaplama metodolojisi ile ilgili tavsiyeler.....	36
1.2.2.2.1. Portföy getirilerinin ölçülmesi	36
1.2.2.2.1.1. Zamanla ve değerle ağırlıklandırılmış getiri oranı	37
1.2.2.2.1.1.1. Modifiye edilmiş (Düzeltilmiş) Dietz metodu.....	47
1.2.2.2.1.1.2. Modifiye edilmiş BAI (Bank Administration Institute) ve günlük değerlendirme metodu	52
1.2.2.3. Portföy grubu getirisinin ölçülmesi.....	55
1.2.2.4. Standartlar sistematüğinde portföy performans kavramı.....	61
1.2.2.4.1. Her birim riske karşı elde edilen getirinin ölçülmesi.....	63
1.2.2.4.2. Risk ve getiri ölçütlerine ilişkin standartlar.....	66
1.3. Portföy gruplarının oluşturulması ile ilgili zorunluluklar.....	68
1.3.1. Portföy grubu tanımlamak için önerilen hiyerarşi.....	71
1.3.1.1. Minimum varlık seviyesi (Asgari portföy büyüklüğü).....	77
1.4. Kamunun aydınlatılması ile ilgili zorunluluklar.....	79
1.4.1. Kamunun aydınlatılması ile ilgili tavsiyeler.....	82
1.5. Sunum ve raporlama.....	82
1.5.1. Sunum ve raporlama ile ilgili zorunluluklar.....	83
1.5.2. Sunum ve raporlama ile ilgili tavsiyeler.....	86

1.6. Denetleme.....	87
1.6.1. Denetlemenin amacı ve kapsamı.....	88
1.6.2. Zorunlu denetim prosedürleri.....	89
1.6.2.1. Ön-denetleme prosedürleri.....	89
1.6.2.2. Denetleme prosedürleri.....	91
1.7. Uygunluğun devamı.....	94

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GLOBAL YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARININ

DÜNYADAKİ GELİŞİMİ

1. DÜNYADA GIPS'E UYUM SAĞLAMA AŞAMASINDA KARŞILAŞILAN ÖNEMLİ SORUNLAR	95
1.1. Dünyada Performans Sunum Standartlarında Uyuma Ulaşma Sorunu	96
1.2. Firmanın Tanımlanması Sorunu	99
1.3. Portföy Grubu ve Varlıkla İlgili Sorunlar	101
1.4. Kayda Değer Nakit Akışının Yönetimi Sorunu	105
1.5. Hesaplama Metodolojisi Sorunu	106
1.6. Denetim Sorunu	107
1.7. Performans Sunum Standartlarında Firmaların Mevzuata Uyumu Konusunda Kaygılar	109
2. PERFORMANS STANDARTLARININ DEĞİŞİK ÜLKELERDEKİ UYGULAMASI.....	110
2.1. Amerika.....	110
2.2. İngiltere	112
2.3. Almanya.....	115
2.4. Japonya.....	117
2.5. İsviçre ve İsveç	118
2.6. İtalya	119
2.7. İrlanda	120
2.8. Hong Kong ve Çin	121
2.9. Singapur.....	122

2.10. Danimarka	123
2.11. Lüksemburg	123
2.12. Polonya ve Çek Cumhuriyeti	124

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE' DEKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN GIPS STANDARTLARI ZORUNLULUKLARINA UYUMLA İLGİLİ DURUMLARININ BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

1. TÜRKİYE'DE GIPS'LE İLGİLİ GELİŞMELER	127
2. ARAŞTIRMANIN AMACI	137
3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	137
4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	138
4.1. Araştırmanın Modeli	138
4.2. Araştırmanın Evreni ve Örneklemi	138
4.3. Verilerin Derlenmesi	139
5. BULGULAR VE YORUM	139
SONUÇ	200
EKLER	209
KAYNAKÇA	268

TABLolar LİSTESİ

	<u>Sayfa no</u>
Tablo:1 ZAGO Hesaplanırken Alt Periyotların Bölümlendirilmesi.....	39
Tablo:2 Alt Periyot Getirisinin Hesaplanması.....	40
Tablo:3 Gün Başında ve Gün Sonunda Gerçekleşen Nakit Akışları Olan Bir Portföyde ZAGO Hesaplaması.....	42
Tablo:4 Modifiye Edilmiş Dietz Metodu ile Nakit Akışlarının Ağırlıklandırılması.....	49
Tablo:5 Portföy Değerinin Hesaplanması.....	52
Tablo:6 Modifiye Edilmiş BAI Metot Çalışma Tablosu	54
Tablo:7 Günlük Değer Çalışma Tablosu.....	55
Tablo:8 Portföy Grubu Getirisi Hesaplanması.....	56
Tablo:9 Tek Bir Dönem İçin Portföy Grubu Getirisinin Varlık Ağırlıklı Ortalama Getirisinin Hesaplanması.....	60

GİRİŞ

Globalleşme, ülkelerin kendi finansal sistemleri ile uluslararası finansal sistemlerin birleşmesi sonucu genel kabul görmüş ölçütler çerçevesinde hareket etmeyi beraberinde getirmiştir. Uluslararası piyasalarda aktif rol almak isteyen, veya pazar payını artırmayı düşünen portföy yöneticilerinin yüksek profesyonel değerlere sahip disiplinli performans ölçümünü sağlayacak bir yatırım ortamını ve yatırım yönetim kültürünü oluşturması gerekmektedir. Bu amaçla, bireysel ve kurumsal yatırımcılara ait portföylerin standardize edilmiş olarak kamuya ilan edilmesi ve yatırımcıya birebir sunulması, portföy performans sonuçlarına ilişkin yeterli, zamanında ve herkesin anlayabileceği ve özellikle bir çok firma tarafından sunulan portföy yönetim faaliyetlerinin halihazırda var olan, ya da olası müşteriler açısından değerlendirilmesi imkânını verecektir.

Portföy yöneticilerinin yönettikleri portföylerin yatırım performans sonuçlarının tüm yatırımcı ve müşterilere sunulmasında uyulması gereken uluslararası bir standart ve çerçeve oluşturmayı hedefleyen Amerikan Yatırım Yönetimi ve Araştırması Derneği (The Association for Investment Management and Research) (AIMR)'in ilk kez 1987 senesinde oluşturduğu performans standartları çalışmamızın esasını oluşturmaktadır. AIMR tarafından, performans raporlama standartlarının geliştirilmesi, yatırım firmaları arasında karşılaştırmanın yapılabilmesi ve birbirine benzer başarıların gerçekleşmesini sağlamak üzere tüm maliyetlerine katlanılarak Performans Sunum Standartları (Performans Presentation Standards) (AIMR-PPS) oluşturulmuştur. AIMR, “Standartların olmadığı ülkelerde zaman içerisinde piyasa koşulları, portföy yöneticileri ve yatırımcıların talepleri doğrultusunda geliştirilen Global Yatırım Performans Standartlarının (Global Performance Presentation Standards) (GIPS)’ in boşluğunu doldurmaya çalışmak faydasızdır. Dünyada yatırım alanındaki düzenlemeleri yapanlar ve yatırım organizasyonları bölgelerinde varolan performans sunum standartları yerine yeni düzenlenen performans sunum standartlarını benimsenmeleri ve tanınmaları için teşvik edilmelidirler.” görüşündedir.¹

Geliştirilen GIPS standartlarının faaliyet alanı standartlar temelinde daha önce geliştirilmiş AIMR-PPS’ den daha geniştir. Standartlar basittir ve anlaşılması kolaydır.

¹ Business Times “AIMR:Need for Standard to Assess Investment Performance” (Kuala Lumpur Jun 22, 1998) s.5. www.aimr.net/Article View 3.htm

Bu yüzden performans ölçüm standartlarına sahip olmayan farklı ülkeler, GIPS standartlarına uyum sağlama kararını aldıklarında, değişik seviyelerdeki performans tecrübelerinin entegrasyonu ve farklı dillere çevirisi kolay olmaktadır.

Pek çok ülke GIPS standartlarının kendilerine özgü ülkesel versiyonunu geliştirmiştir. Bazı ülkelerin kendi yasal düzenleyicileri GIPS in ülkesel versiyonuna benzer tarzda çalışmalar yapmışlardır ve kendi ülkelerinde yönetilen portföylerin sunumlarını uluslararası bu “minimum” standartlarla eşgüdümlü hale getirmişlerdir. Diğer birçok ülke ise, yalnızca bu standartları yazıldığı İngilizce’ den kendi yerel lisanslarına tercüme etmişlerdir.²

Portföy performansının GIPS’ e uyumlu ve dönemsel olarak yatırımcıya ve kamuya açıklanması, portföy yönetiminin nispi başarısı hakkında hangi fonları satın alacaklarına karar vermelerini kolaylaştırmaktadır. Bu ölçütlerin sonuçlarını dikkate alarak, bu ölçütlere göre ortaya çıkan sonuçların ne kadar doğru olduğu ve devamlı olup olmayacağı sorusunu soracak olan yatırımcılara ve piyasaya diğer hizmet eden katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunmaktadır.

Portföy performansına ilişkin olarak incelenen standartlar, yatırımcıları hukuken korumayı amaç edinen düzenlemelerin yapılmasının ötesinde, karar alma aşamasında sağladığı verilerle portföy sahibinin mali açıdan korunmasını amaçlamıştır. Buna karşın, portföyü yöneten açısından bakıldığında standartlar, sunulan hizmetin kalitesinin en yüksek düzeyde olmasını ve aynı ortak payda da ölçülmesini sağlayacaktır. Portföy yöneticileri arasında portföy yönetim hizmetinin kalitesinin finansal olarak ölçülebilmesi ve belirli aralıklarla kamuya sunulması yöneticiler arasında rekabetin doğmasına neden olacaktır.

Çalışmamız sistemin öngördüğü gibi; belli standartların yürürlüğe konulduğu ve sistemin sağlıklı olarak çalıştırılabildiği piyasalarda faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin performans ölçümlerini yapmaları daha sonra performanslarını sunmalarına dayanmaktadır. Portföy sahibinin yatırım kararlarını daha gerçekçi ve güncel bir ortamda alabileceği, portföy yönetim şirketlerini bire bir karşılaştırabileceği bunun sonucunda bilinçlendiği ve sunulan hizmetin kalitesinin artmasının kendiliğinden gerçekleşeceği doğru, adil ve tam bilgilendirmenin önemi vurgulanarak ve ülkemiz

² David Flint, “Revised GIPS-the end of CVG_s?” 2005 www.performa.co.uk

açısından bunu sağlayacak olan GIPS' le ilgili zorunluluklara uyum durumlarının belirlenmesi üzerine kurgulanmıştır.

Çalışmamızın Birinci Bölümünde, GIPS standartlarına ihtiyaç duyulma nedenleri ve yatırım performans standartlarının oluşumu ile ilgili temel düzenleyici kuruluşlardan bahsedilmiştir.

Çalışmamızın İkinci Bölümünü GIPS standartlarına uyum sürecinde AIMR tarafından yayımlanan ulusal ve uluslararası platformda temel alınacak kuralları içeren GIPS' e uyum sağlama aşamasında aşılması gereken hususlar incelenmiştir. Bunu takiben, GIPS standartlarının veri girişi, hesaplama metodolojisi, portföy gruplarının oluşturulması, kamunun aydınlatılması, sunum ve raporlama denetleme olarak 6 temel başlıkta ele aldığı zorunluluklar ile tavsiyeler açıklanmıştır. GIPS standartları gereği doğru, adil ve tam bilgilendirme ve buna ilişkin düzenlemeler çalışmamızın esasını oluşturduğu için standartlar sistematığında portföy performansı kavramına genel olarak değinilmiştir.

Çalışmamızın Üçüncü Bölümünde, GIPS' in değişik ülkelerdeki uygulamaları, uyum aşamasında karşılaşılan önemli sorunlar ve GIPS konusunda mevzuatın değişik uygulamaları üzerinde durulmuştur.

Çalışmamızın Dördüncü Bölümünde, Türkiye'deki portföy yönetim firmalarının GIPS ile ilgili zorunluluklara uyum durumlarının belirlenmesine yönelik bir uygulama yapılmıştır.

Portföy performansı ölçüm sürecinde portföy yönetim firmasının bütününde ölçüme konu teşkil edecek bütün portföylerin niteliklerine uygun portföy gruplarının oluşturulması ve her bir portföy grubuna özel finans ve muhasebe bilgisinin üretilmesi ve bunları destekleyen yazılım programları gereklidir. Bunların sağlanamaması durumunda standartların bir bütün olarak değerlendirilmesinde anlamlı sonuçlara ulaşılamayacağı düşünüldüğünden, çalışmamızda model uygulaması yapılmamıştır. Ancak, Türkiye'deki İMKB' ye kote olmuş portföy yönetim şirketlerinin GIPS standartlarının zorunluluklarına ne derecede uyum sağladıklarını belirlemeye yönelik bir anket çalışması yapılmıştır.

Çalışmamızda, ülkemiz finans piyasasında yeterli düzenlemeler, bu konuya ilişkin menkul kıymetler ve uygulama alanı olmadığı için GIPS standartlarının önemli bir bölümünü oluşturan gayrimenkul düzenlemeleri üzerinde durulmamıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY PERFORMANS SUNUMUNUN STANDARDİZE EDİLMESİ

1. ULUSLARARASI STANDARTLARA İHTİYAÇ DUYULMA NEDENLERİ

Hızla globalleşen dünyada finans piyasalarının da her geçen gün daha fazla büyüdüğü kabul edilen bir gerçektir. Global finans sistemi içinde gerçekleşecek her tür faaliyetin tutarlı ve güvenilir olmasına duyulan ihtiyaç da her geçen gün artmaktadır.

Standartlar, dünya çapında faaliyet gösteren yatırım yöneticilerinin yabancı piyasaları daha iyi anlayabilme yeteneklerini artıracak, performans raporlama ilkelerinde tek düzeni sağlayacaktır. Standartlar, aynı zamanda yatırımcılara sonuçları kolaylıkla karşılaştırma, yatırımlarında çok daha kolay karar verme imkânı sağlarken, yatırımcıya globalleşen mali piyasalarda farklı coğrafyalardaki yatırım sonuçlarının veya portföy yöneticisinin performansının ortak bir ölçüt dahilinde değerlendirilmesi, yatırımcının bilgilendirilmesi, performans analizi, tek tip hesaplama metodoloji amaçlarının başarıya ulaşması imkânını da sunacaktır. Ayrıca, aynı ortak ölçü ile performansını ilan eden yatırım yöneticilerine de dış piyasalara girme imkânı sunulacaktır.

Standartlarla uyumlu performans nitelikleri, yöneticilerin, yatırım sektörünün veya karşılaştırma ölçütüyle ilgili ülke piyasalarının gerektirdiğinin üzerinde veya altında başarılı olup olmadıkları ve en mükemmel varlık sınıfının hangisi olduğu gibi soruların yanıtlanmasına yardımcı olacaktır.³

Performans sonuçlarının standartlara uygun olarak hazırlanıp sunulmasının yatırımcıya sağlayacağı başlıca faydalar şöyle sıralanabilir⁴:

- Yatırım danışmanlığı veya portföy yönetimi hizmeti verilen portföyler için gösterilen performansın belirlenen karşılaştırma ölçütü ile kıyaslanabilmesi,
- Performans ölçüm ve sunumunun süreklilik kazanması,

³ Eagle Investment Systems “Performance Attribution”. A Melon Financial Company Newton MA www.eagleinsys.com 2006.

⁴ ERNST&YOUNG “Global Investment Performance Standards (GIPS)” <http://www.ey.com/global/content.nsf/switzerland - E/FS-Services-SPPS> 2008.

- Yöneticinin performansının objektif olarak ölçülebilmesi ve standartların farklı yöneticilerin performanslarının karşılaştırılmasında referans teşkil etmesidir.

Performans Sunum Standartları, yatırım piyasalarında genel kabul görmüş ve kullanışlı bulunmuştur. Yatırım işlemlerindeki globalleşme ve yönetim altındaki varlıkların her geçen gün daha da büyümesi yatırım performans sunumu ve hesaplanmasında standarda ihtiyaç olduğunu göstermektedir. Olası müşteriler ve yatırım yönetim firmaları, dünya genelinde kabul gören yatırım performans ölçümü ve sunumu için tüm gerekenleri standartlardan sağlayacaklardır.⁵

Uluslararası standartlarla ilgili otoritelerden birisi olan Lee Price' a göre, standartlar, ülke çeşitliliğine karşın sonuçların karşılaştırma kolaylığını artırarak yatırımcılar için yatırım kararlarında ve sonuçların değerlendirilmesinde kolaylık sağlayacaktır. Standartlar aynı zamanda fon yöneticilerine performans raporlama ilkelerinde tek düzen getirecektir.⁶

Yatırım uygulamaları, düzenlemeleri, performans ölçümü ve performans sonuçlarının raporlanması ülkeden ülkeye oldukça çeşitlilik göstermektedir. Bazı ülkeler sınırları içinde geniş kabul görmüş standartlardan yararlanmaktadır. Diğerleri ise, yatırım performans sunumunda daha az tanınan standartlardan faydalanmaktadırlar. Yatırım yönetim firmalarının performans sunum standartlarına bağlı kalmaları, performans bilgilerinin tam ve adil olarak sunumunda yatırımcıları inandırmaya yardımcı olacaktır. Minimal sunum standartlarıyla ülkedeki yatırım yönetim firmaları, daha fazla gelişmiş ülkelerdeki yatırım yönetim firmaları ile eşit şartlarda rekabet edebileceklerdir. Uygulamaları kabul etmiş ülkelerdeki yatırım yönetim firmalarına, daha önce performans standartlarına adapte olmayan ülkelerde yatırım piyasası ortamında rekabet olduğunda, adil karşılaştırma yapabilecekleri yerel yatırım yönetim firmalarından daha fazla güven duyulacaktır. Yatırım yönetim firmalarının muhtemel ve mevcut müşterilerinin her ikisi de, standartların güvenilirliğine dayanarak yatırım yönetim firmalarının performanslarının çeşitli finansal ölçütlere göre sırlanmasına yarayan ve uluslar arası literatürde "ranking" olarak bilinen derecelendirmeye

⁵ Boulanger Louis "A Significant Commitment" [www.cfapubs.org/doi/abs/GIPS Why do we need them.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs/GIPS%20Why%20do%20we%20need%20them.htm). s.4/5 19.07.2004.

⁶ European Investment Performance Committee "Guidance on Performance Attribution Presentation" s.2. www.google.com 2004.

inanacaklardır.⁷ Yatırım performanslarının sunum ve ölçümü için yatırım yönetim firmalarının tamamına yetki veren tüm ülkelerde kabul edilen performans standartları sayesinde müşteriler, yatırım yönetim firmalarının yatırım performanslarını karşılaştırabilirler.

Standartlara uyum sağlandıktan sonraki yıllarda firmaların yatırım performans sonuçlarının raporlanmasında da, standartlar önemli bir etkiye sahip olacaktır. Standartlar, yatırım yöneticilerine rekabete dayalı davranış, firmanın performanslarının adil sunumu finans piyasalarına giriş için pasaport niteliğinde olacaktır. Standartlar, yatırımcıya konularına rağmen yatırım yöneticilerinin tamamının “elmalarla elmalar” şeklinde karşılaştırılması imkânını sağlayacak ve derecelendirmedeki güven derecesinin daha yüksek olması faydasını beraberinde getirecektir. Standartlar, global yatırım performans standartları ülke spesifik standartları ve/veya yerel standartlar ve GIPS’ in ülkesel versiyonu (Country Version of GIPS) CVG uyumlu yatırım performansı için merkezi standartlar biçiminde uyarlanarak oluşturulduğu için yatırım yöneticisinin uyumlaştırılması aşamasında yarar ve kolaylık sağlayacaktır.⁸

Uluslararası yatırım performans standartlarına uymak, varlık yöneticisine bir pazarlama aracından daha fazlasını sunacaktır. Portföy yönetimi piyasasındakiler performanslarının üzerinde pazarlama materyalleri sunabilmekte ve abartılı reklâmlar yaparak gerçeğin dışında gösterişli sonuçlar açıklayabilmektedir. Yöneticiler iyi performans sunma kaygısıyla yıllık veya üç aylık dönem için sunacakları performans istatistikleri rakamlarını dikkati çekebilecek düşük melağlardan yüksek rakamları içeren sonuçlara dönüştürebilirler. Portföy yöneticileri yatırımın başlangıcındaki rakamları yatırımcının lehine ileriye götürebilmek için gerekli yetenek ve bilgiye sahip olmalıdırlar. Örneğin, emekli aylığı sağlama sorumluluğu bireysel olmaktan çıkarak, ahlaklı ve uyumlu yatırım yönetimine yer değiştirdiğinde bu portföy yöneticisinin sorumluluk imajı için çok önemli olacaktır.⁹

Gerçeği yansıtmayan rakamların yatırımcıya açıklanması etik değildir. Bu nedenle, standartların kalbini oluşturan rehber prensipler; doğru temsil etme ve tam

⁷ “Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Teliğ Basın Açıklaması”
www.google.com 23.02.2005.

⁸ CFA Institute, “Global Investment Performance Standards: The Next Step”
www.cfapubs.org/doi/abs.CFA Webcasts.htm 2005.

⁹ Colin Kay, Private message www.investment-performance.com /INBOX E-Posta.htm 14.9.2005.

olarak kamunun bilgilendirilmesinin önemini bir kez daha ortaya çıkaracak ve standartlara uyumu başaran firmaların ahlâki açıdan da onaylanacaklarının kanıtı olacaktır.

Yatırım Performans Komisyonunun (Investment Performance Council) (IPC) başkanı ve standartların uluslararası tanıtımıyla görevli Frank Russell ve danışmanı John Stannard göre: “İş yapmak için iyi ahlâklılık gereklidir.” Standartlara uyumun ahlâki açıdan avantajına ilişkin olarak; yöneticiler, yatırım yöneticisinin iyi iş çıkaracağına belgesi niteliğinde olacak uluslararası geçerliliği olan standartların sağlayacağı faydaları çok anlaşılır bir şekilde tanımlamalıdır. IPC, bu girişiminde başarılı olursa, standartlara uyum talep edenlerin standartların arkasındaki gücü görmek isteyeceklerinin farkındadır. Stannard, “Eğer, bir firma iyi ahlâki yapıya sahip değilse, işini de iyi yapamayacaktır.” demektedir. Standartlar özellikle ahlâki performans sunumunu vurgulamaktadır. Bazı yatırım piyasaları daha önce olması olasılık dışı olan yönetici seçiminin bir koşulu olarak standartlara uyumu talep etmeye başlamışlardır.

WM Firmasının performans ölçüm uzmanına göre; “Standartlar, performansı düşük yöneticilere baskıyı artıracaktır. Ve standartlara uyum sağlayan bir Japon portföy yöneticisi, bir İngiliz müşterisine satış yapabilecektir. Yönetim işlevini gerçekleştiren portföy yönetim komitesinin performansı çok önemlidir. Kendinden emin olan portföy yöneticileri standartlara uyum sağlanmadığı takdirde, global piyasalarda rekabet edemeyeceklerinden yurt dışındaki işleri kaybedebileceklerinin farkındadırlar.”¹⁰

Standartlara uyumlu firmaların ana piyasalarda avantajı olacağı açıktır. HSBC global fonlar servisi performans danışmanlık müdürü Colin Kay, “Dünyada önemini ve büyüklüğünü kanıtlamış piyasalarda faaliyet gösteren firmalar standartlarla uyumlu iseler güvenilirliklerini kanıtlayan iş kayıtlarını fon yöneticilerine istendiğinde sağlayabileceklerdir.” demektedir. Bu da piyasalarda giderek fon büyüklüğünün artması nedeniyle, önemli hale gelen emeklilik fonlarının yöneticileri ve onların danışmanlarına daha geniş seçenekler sunacaktır. Aynı zamanda, standartlar yeni piyasalarda firmalara rekabet avantajı da sağlayacaktır. Bu bağlamda, standartlara uyum sağlamayan firmalar artan zorluklarla karşılaşacaklardır. Nordea portföy yönetimde portföy yöneticisi ve Global Yatırım Performans Standartları komitesinin üyesi Bo Knudsen, “Standartlara uyumlu olup olmamaya karar verme aşamasında, portföy yönetim firmasının global bir

¹⁰ Lesley Abbot, Private message www.investmentperformance.com-re.htm 4.9.2005.

oyuncu olup olamayacağına karar vermesi gereklidir. Standartlar yakın gelecekte globalleşmede yer alabilmek için ön şart olacaktır.” görüşündedir.¹¹

Avrupa Yatırım Performans Komitesi (Eupean Investment Performance Council) (EIPC) başkanı ve kendisini uzun zamandır bu girişimin içinde yer almasından dolayı Mr GIPS olarak tanımlayan David MacKendrick’ in, açıklaması “US’ deki yatırım yöneticileri uyum paketini etkinleştirmelidirler aksi takdirde alıcıların alışveriş listesine giremeyeceklerdir.” şeklindedir. Standartlar Kuzey Amerika dışında yaşamsal önem taşımamalarına rağmen, standartların globalleşme temelinde öneme sahip olacağına dair kuvvetli bir inanç vardır.

Avrupalı fon yöneticileri konuyla yakından ilgilidirler. Paris’ deki portföy yönetimi BNP Paribas’ın standartlar projesinin başındaki Vincent Passa “Özellikle Anglo-saxon piyasalarda performans standartlarının öneminden haberdar olduklarını, standartlara uyum sağlama konusundaki programı uyguladıklarını, çünkü, özellikle bu bölgede yeni iş atılımları için zorunluluk hissettiklerini” söylemiştir. Piyasalarda standartlara uygunluk için inandırıcı savlar vardır. Global piyasalarda işlem gören büyük fonların yöneticileri, firma içindeki birimler arasındaki ilişkilerin zayıf olduğuna dikkat çekmektedir. Firmaların sınırlı kaynaklarına rağmen, veri dağlarıyla başa çıkması beklenen uzman personel sayısı yetersizdir. Firmaların standartlara uyum sağlaması halinde uygunluk kararının tüm birimleri kapsayacağını ve tüm birimlerin aralarında organize olarak çalışacaklarını ve performans yönetim personelinin en az 25 kişilik bir ekip olması gerekmektedir. Bu uzmanlaşmayı ve güveni beraberinde getirecektir.¹²

Statpro da performans ölçüm müdürü olan Mark Bramley’in açıklaması ise, “Standartlara uyumdan önce verilerin çoğu performans ölçümünü yapan personel tarafından anlaşılamayabilirdi. Bu personel finans piyasası içinde pozisyonunu fon geliştirme performansına odaklayabilirdi. Buradaki radikal yenilik, portföy grupları oluşturularak ilgili verinin kapsamlı sıralanması gibi koordinasyona ihtiyaç duyulmasıdır.” şeklindedir.

Verinin hacmi ve sunumu, portföy yöneticisinin açıkladığı bilginin kalitesini çok geliştirir. Standartlar, firmaya portföy yönetiminin tutarlı olmasının daha iyi

¹¹ Louise Armitstead “The Global Passport” (London: May, 2001) Iss.142;pg. 2/3
www.cfapubs.org/doi/abs/Article View 2.htm 2004.

¹² Armitstead, **a.g.e.**, s.3/3.

anlaşılabilmesini ve çok daha geniş tarihi kayıtlar sayesinde risk profilinin ve sonuçlarının analizinin yapılabilmesini sağlar.¹³

Halkı bilgilendirmek her zaman yararlı sonuçlar doğurmuştur. KPMG firması yatırım performans servis departmanı baş danışmanı olan Brian Chapman “Yöneticiler daima yatırım metotlarını anladıklarını söylerler. Fakat, onların metotlarını gerçekten nasıl iyi anladıklarına gelince, kendi bölümlerinde bazı iç değerlendirmeler yapmak gerektiğinde yol gösterici analizler devreye girer ki bunun yol göstericisi standartlardır.” demektedir.

Invesco Performans Ölçüm başkanı Reza Asghar, “Invesco’nun sahip olduğu gibi standartlara uyum ile gelen geliştirilmiş bilginin kalitesi, çok büyük global firmalarda önemli etkiye sahip oldu.” demektedir.

KPMG firmasından Chapman’a göre, geçmiş 10 yılın büyük bir kısmında dostça davranışların görülmediği global piyasalarda performans analizi yeteneği çok önemli hale gelmektedir. Getiri beklentisi olan müşteriler için 1990’larda başarı daha kolaydı. Fakat, günümüzde saldırgan piyasa çevresi performansın ne olduğu ve nasıl yükseltileceğinin açıklanmasını önemli hale getirmiştir. Amaçlara ulaşılabilecek mi, ulaşılmayacak mı, strateji işleyecek mi işlemeyecek mi?¹⁴ Bu sorulara cevap standartlara uyum sağlamaktır.

Dünyadaki önemi açısından standartlar birçok ülkede kabul görmüş ve pek çoğunda da uyum sağlanma konusunda çaba sarf edilmektedir.¹⁵

Yatırımcıların ve diğer piyasa katılımcılarının piyasaya güven duymaları için söz konusu kuralların uygulamaya konması gerekmektedir.

Yatırımcının bilgi alma ihtiyacından doğan performans sunum talebi, kamusal düzlemde kendi portföyü dışındaki portföylerin performans sonuçları hakkında bilgi sahibi olma ihtiyacına dönmektedir. Bu doğal sonucun tatmini ancak, karşılaştırılması mümkün farklı şirket veya diğer şirketlere ait portföy gruplarının performans sonuçlarının kamuya ilan edilmesi ile mümkündür. Dünyada ve ülkemizde de yazılı basında sıklıkla karşılaşılan hisse senetlerinin ve fon performans sonuçlarının

¹³ Jim, Trotter. “Do Private Clients Need Global Investment Performance Standards (GIPS)?” Summer 2004, www.apcims.co.uk. 2004.

¹⁴ Louise Armitstead. “The Global Pasaport” (London: May, 2001) [www.cfapubs.org/doi/abs/Article View 2.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs/Article%20View%20.htm) 2004.

¹⁵ Matt E. ForstenHausler “Introduction to Investment Performance Services” [www.Ey.com/global/download.nsf/Austria/Gips.pdf/\\$file/GIPS-Broschuere-EYAustria.pdf](http://www.Ey.com/global/download.nsf/Austria/Gips.pdf/$file/GIPS-Broschuere-EYAustria.pdf) 2008.

karşılaştırılması, performans sonuçlarının sunumuna yönelik yatırımcı talebinin açık göstergesidir. Bireysel portföyler için yapılacak performans sunumu, yatırımcının performans sonuçlarını değerlendirme sonrasında karar vermesi aşamasında geliştireceği davranışa dolayısıyla piyasa talebi ve fiyatlarına etki edecektir. Burada konunun etik boyutu ortaya çıkmaktadır. Yatırımcı firmanın tarihi performansını tam olarak açıklaması ve adil sunumunu sağlamak için yatırım performans sunumunda GIPS standartları etik olacaktır.¹⁶ Yani performans ölçümünün dürüst olarak yapılması ve ilgili veya ilgililere zamanında bildirilmesi gerekmektedir. Yatırımcıların varlıkları üzerinde muhafaza etme ve yönetme yetkisi olan AIMR üyesi yöneticilerin, fiduciary duty' (başkasının çıkarının en uygun koşullarda korunması için basiretli olarak çalışma esası)na dayanan sorumlulukları bulunmaktadır. Kendisine güvenilen şahsın güven ve gizlilik ilkelerine uyarak, sıradan kişilere göre yüksek bilgi ve dikkate sahip olması gereklidir. Güvene dayalı sorumluluk kavramının portföy yönetimi alanında gelişmesinde Prudent Investor Rule (Basiretli Yatırımcı Kuralı) ve bu kuralın gelişmesine Prudent Man Rule (Basiretli Adam Kuralı) yol gösterici olmuştur. Basiretli bir insanın varlıkları nasıl yönetmesi konusunda tartışmalar olmakla birlikte ortak nokta, aşırı riskten kaçınılarak, sermayenin korunarak ve yatırımcının menfaatlerinin en uygun şekilde yönetilmesine yönelik alınan sorumluluğun yerine getirilmesidir. AIMR tarafından geliştirilen standartlar için, portföy yöneticisinin performansı ile ilgili doğru sunum ve tam olarak kamunun bilgilendirilmesi ihtiyacının giderilmesine yönelik ahlâki kurallar rehberidir denilebilir.

2. YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARININ OLUŞUMU İLE İLGİLİ KURULUŞLAR

Her konuda alınan kararların uygulamaya konulduktan sonra elde edilen sonuçlarının değerlendirilmesi ve bir geribesleme mekanizmasının sağlanması karar alma sürecinin başarısı için zorunludur. Bu nedenle, alınacak kararların “nasıl” ve “niçin” gerçekleştirileceğine dair açık bir iletişim şarttır. Yatırımcının bilgilendirilmesi, performans analizi yapılması gibi amaçların başarıya ulaşmasında yardımcı olacak standartların geliştirilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Bu amaçla yatırım yöneticisinin

¹⁶ AIMR Standards Performans and Ethical “Global Investment Performance Standards” April 14, 1999 [www.aimr.net/AIMR Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm) 2004.

portföy performansının adil ve doğru hesaplanarak dürüst ve tam olarak açıklanmasını sağlayacak düzenlemeler ilk kez 1987 yılında PPS tarafından yatırım piyasasının dikkatine sunulmuştur. 1947 yılında ABD’de yatırım profesyonellerine hizmet vermek amacıyla kurulan Finansal Analistler Federasyonu (Financial Analysts Federation) (FAF) ve 1959 yılında yeminli finansal analist adaylarının sınavla verilen unvan takibi amacıyla kurulan Sertifikalı Finansal Analistler Enstitüsü (Institute of Chartered Financial Analysts) (ICFA) isimli meslek kuruluşlarının birleşmesi ile 1990 yılında AIMR ortaya çıkmıştır. AIMR, global nitelikli ve kâr amacı gütmeyen temel düzenleyici bir kuruluştur. AIMR, yatırım analistlerini portföy yöneticilerini ve yatırım için karar verme sürecine iştirak eden diğer kuruluşları, yatırım yönetim şirketlerini, bankaları, broker-dealerları, yatırım danışmanlarını, yatırım şirketlerini kapsayacak şekilde örgütlenmiş profesyonel bir organizasyondur. Standartları düzenleyen AIMR komitesi pek çok ülkeden düzenleyici ajanslar ve finansal topluluklardan üyelere sahiptir.¹⁷

Tutarlı ve güvenilir faaliyetlerin yer aldığı finans piyasalarına duyulan ihtiyaç doğrultusunda AIMR, aynı amaç ve stratejiye sahip portföylerin bir araya toplandığı portföy gruplarının oluşturulmasını garanti eden, aynı zamanda farklı yöneticilerin başarı sonuçlarının karşılaştırılmasına imkan veren, portföy performanslarının karşılaştırılmasının önemini vurgulayan, yöneticilerin performans sonuçlarının sunumunda ve performans hesaplamada tek düzen sağlayacak standartları belirleyen bir kuruluştur.

AIMR-PPS standartları esas olarak şunları hedeflemektedir; Yatırım yöneticisinin performansının tam olarak açıklanması, dürüst olarak sunulması, mevcut ve potansiyel müşterilere (ki bunlar AIMR_PPS standartlarından öncelikli fayda sağlayanlar, farklı yatırım şirketlerinin performanslarını karşılaştıran potansiyel müşteriler ile performans sunumu yapan şirkete portföyü yönetilen ve yöneticisinin performansını ölçmek isteyen mevcut müşterilerdir.) sunulan hizmetlerin artırılması, yatırım sonuçlarının bir örnek raporlanması suretiyle yatırım yöneticileri arasında doğrudan karşılaştırmanın tesis edilmesi, yatırım işiyle uğraşanların dürüstlük ve ahlâki davranış seviyelerinin geliştirilmesine yardımcı olunması ve profesyonelliğin teşvik edilmesi, sermaye

¹⁷ CPA Journal “AIMR Proposes Global Standards for Investment Performance Measurement and Reporting” EBSCO Host Research Database Vol.68 May 98, Issue 5, <http://www.ebsco.com.tr/EBSCOhost4.htm>

piyasalarında öz düzenleme kavramının geliştirilmesinin teşvik edilmesidir.¹⁸ Bu standartlar dönem dönem revize edilerek yeni basımı yayımlanmaktadır.

AIMR' in öncelikli amacı ahlâki ve mesleki davranışların düzenlenmesidir. Bu çerçevede AIMR' in temel hedefleri aşağıdaki gibidir:

- * Yüksek ahlâki ve mesleki davranış kurallarının uygulanmasının dünya çapında teşvik edilmesi,
- * Global ahlâki kurallar ve mesleki davranış standartlarının geliştirilmesine liderlik edilmesi,
- * Üyelerin kural ve standartlara aykırı davranışlarına yaptırım uygulanması,
- * Kural ve standartların nasıl uygulandığının günlük gazetelerde ilan edilmesi,
- * Üyelere ahlâki davranışlar konusunda eğitimler verilmesi,
- * Tüm yatırım yönetim ve araştırma örgütlerinde kural ve standartların kullanılmasını teşvik ederek yatırım mesleğinde ahlâki davranışların artırılmasıdır.

Bu çerçevede Profesyonel Yönetim Etik Kodları ve Standartları (The Code of Ethics and The Standards of Professional Conduct)(CESPC), performans ölçüm ve sunumuna ilişkin olarak getirilen kuralları düzenlemektedir. Bunlara ilave olarak üyenin profesyonel faaliyetlerinin hukuki zeminini teşkil eden bütün düzenlemelere uymakla yükümlü olduğunu belirtmekte, bunlara aykırı herhangi bir davranışa katılması veya yardımcı olmasını yasaklayan AIMR' in mesleki davranışlara ilişkin kurallarını düzenlemektedir.¹⁹ İngiltere ve Japonya başta olmak üzere, dünyada da ilgi uyandıran söz konusu kural ve standartlar ile üye ve adaylara çeşitli derecelerde sorumluluklar getirilmiştir. Sermaye piyasaları geliştikçe yatırım yapmak çok daha zorlaşmakta ve yatırım profesyonellerinin tavsiyelerine ve rehberliklerine daha çok ihtiyaç ortaya çıkmaktadır. Farklı ülkelerin portföy yöneticilerinin davranışlarına yön veren CESPC' in yatırım profesyonellerinin uyması için genel kabul gören 4 temel ilkesi söz konusudur. Bunlar; doğruluk ve dürüstlük konusunda yüksek standartların belirlenmesi; mevcut ve gelecekteki müşteriler ile yatırım profesyonelleri arasındaki ilişkilerde ahlaklı davranılması; gereken dikkat ve özenin gösterilmesi ayrıca kendine yeterliliğin tesisi ve sürdürülmesi için sürekli çaba sarf edilmesi ve müşterinin çıkarlarının daima

¹⁸ Vincent D.Karyn. CFA, Alecia L.Licata “Dead line for Global Convergence Nears” January 1, 2006 www.imca.org. 2006.

¹⁹ Regulatory Service An Overview of Our Consulting Services \ MyCPA-Adviser-om Our Services SEC Registered Investment Advisors & Investment, www.google.com 2005.

ön plânda tutulmasıdır. Ahlâkdışı davranışlar yatırımcı psikolojisi üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta olup, yatırımcının finansal piyasalara duyduğu güvenin ve risk alıcı davranışlarının azalmasına neden olmaktadır.

Yatırım sürecine ve portföy yönetimine ilişkin olarak geliştirilen ve müşterinin korunarak, portföy yönetim mesleğinin güven telkin etmesini tesise yönelik olan düzenlemeler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yatırım yönetimine her açıdan kurumsal bir temel geliştirilmeye çalışılmaktadır. 1990 yılında AIMR' in bünyesindeki Performans Sunum Standartları Komitesi (Committee for Performance Presentation Standarts) (CPPS) performans sunumuna ilişkin olarak hazırlanan ve yatırım yöneticilerine tavsiye niteliğinde bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bu çalışmada sermaye piyasasına yönetici olarak girmenin herkese açık ve kolay olduğu belirtilmiştir. Ancak,, bu çalışmada girişleri zorlaştırmanın önüne geçilmesi ve ahlâki erozyonu önlemek için sadece yüksek ahlâki değerleri olan kişilerin yatırım profesyonelleri olabilmesi, AIMR üyesi olabilmek için ahlâki bir sınavdan başarıyla geçilmesi ve yatırım profesyonellerinin devamlı olarak eğitime tabi tutulmasının faydalı olacağı ifade edilmektedir. Ayrıca, yatırım danışmanlarının yönettikleri portföylerin performanslarının sunumunda kamuyu tam olarak aydınlatmakla yükümlü oldukları ve yatılıcı bilgi vermenin CESPC düzenlemeleri altında yasaklandığı AIMR tarafından belirtilmiştir. Bu amaçla, CESPC'nin VB bölümündeki iki madde performans sunumuna ayrılmıştır.²⁰

AIMR' in hedefleri arasında yer alan üyelere yaptırım uygulanması da kurumsal bazlı ve dürüst olarak işleyen piyasanın sağlanmasına yönelik meslek içi tedbirlerden biridir. Performans sunumuna ilişkin CESPC V(B) kuralının birinci maddesinde, üyelerin kendilerinin veya firmalarının ulaştığı veya makul surette erişmeyi bekledikleri yatırım performansı konusunda, yazılı veya sözlü olarak yanıltıcı herhangi bir beyanda bulunmamaları gerektiği düzenlenmiştir. İkinci maddede ise, üyenin kendi performansına ilişkin bilgiyi doğrudan veya dolaylı olarak mevcut veya potansiyel müşterisi niteliğindeki bir birey veya firmaya bildirmesi durumunda, her tür gayret gösterilerek performans bilgisi sunumunun dürüst, doğru ve eksiksiz yapılması gerektiği düzenlenmektedir. V(B) kuralı, üyelerini mevcut ve gelecekteki müşterilere bireysel veya karma grup hesapları ile ilgili olarak performans sonuçları çerçevesinde tarihi

²⁰ Coşkun Yener "Porföy Performansının Ölçülmesi ve Sunulması" 1. Basım (Ankara: SPK Basım Yayın Ofisi 2004) s.29.

bilgiler sunması durumunda, sonuçların dürüst ve tam olmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, geçmiş ve beklenen performansın yanıltıcı olarak sunulması ve buna yol açacak kayıtların tesisi yasaklanmış olup, üyelerin yatırım sonuçlarını raporlama konusunda tam açıklama ve adil sunumu amaçlayan gönüllü kullanıma yönelik olarak geliştirilen PPS' i kullanmaları teşvik edilmektedir.

Performans sunumunda, AIMR-PPS olarak adlandırılan standartlar başlangıçta Amerikan piyasasına uygun dizayn edilmiştir. Ancak, bu şekilde standartların dünya çapında uygulanması zordu. Bu nedenle, AIMR, 1995 yılında yatırım performansı sunumunun dünya ölçeğinde standardize edilmesi amacıyla yönelik olarak kendi bünyesinde Global Yatırım Performans Standartları Komitesi (Global Investment Performance Standards Committee) (GIPSC) kurmuştur.²¹ Komitenin amaçları:

- a) Yatırım performansının hesaplanması ve sunumuna yönelik global ölçekte kabul görececek standartların geliştirilmesi,
- b) Performans hesaplamasında kullanılacak veri setinin tam ve sürekli olmasının sağlanması,
- c) Yeni firmaların önünü kesmeyecek şekilde yatırım firmalarının eşit bir paydada ve global ölçekte rekabet edebilmelerinin teşvik edilmesi,
- d) Temel düzenleme kavramının global ölçekte yaygınlaştırılmasıdır.

Komite tarafından GIPS standartları geliştirilirken gerek içerik ve gerekse de yöntem olarak PPS esas alınmıştır.

Yatırım performanslarının hazırlanmasında GIPS'in geliştirilmesi için Finansal Piyasaların Entegrasyonu Merkezi (Center for Financial Market Integrity) (CFA) uluslararası performans standartlarının performans sunumu için gerekliliğinin önemini belirtmiştir ve fon sağlama ve sponsorluk görevlerini üstlenmiştir. GIPS komitesi GIPS standartlarına son şeklini kazandırarak standartları resmi olarak onaylamış ve AIMR yönetim kuruluna sunmuştur. 19 Şubat 1999 da AIMR tarafından yatırım performansının sunumu ve hesaplanmasına ilişkin dünya genelinde GIPS resmi olarak açıklanmıştır.²²

²¹ -----"GIPS Implementation" [www.aimr.net/GIPS-Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/GIPS-Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm) 18.11.2004.

²² Robert Half. "AIMR Consulting and Verification Services" AIMR Education and Training [www.aimr.net/Education and Training.htm](http://www.aimr.net/Education%20and%20Training.htm) 20.9.2005.

Firmaların yatırım performans hesaplamaları ve sunumlarında pratik ve etik standartlara uyum sağlayabilmeleri için CFA, fon desteği sağlamakta ve gerekli tüm tanıtımları yapmaktadır. Buna rağmen, CFA' nın bu amacına ulaşabilmesi uluslararası finans piyasaları içindeki uzmanların tam olarak işbirliği yapmalarına bağlıdır.²³

GIPS dünyanın çeşitli yerlerinde portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunan ve performans ölçümü yapan aşağıda listesi verilen 20 ülkenin finans piyasasında anahtar konumundaki grupların işbirliği ve önemli katkılarıyla geliştirilmiştir.

Australia – Performance Analyst Group of Australia

Austria – Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung und der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften

Belgium - Belgian Association for Pension Institutions

Denmark – The Danish Society of Investment Professionals The Danish Society of Financial Analysts

France – Société Française des Analystes Financiers and Association Française de la Gestion Financière

Hungary – Hungarian Society of Investment Professionals

Ireland – Irish Association of Investment Managers

Italy – Italian Investment Performance Committee

Japan – The Security Analysts Association of Japan

Luxemburg – Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement and Association Luxembourgeoise des gestionnaires de portefeuilles et analystes financiers

Netherlands – VBA- Beroepsvereniging van Beleggingsdeskundigen

New Zealand – CFA Society of New Zealand

Norway – The Norwegian Society of Financial Analysts

Poland – Polski komitet Wyników inwestycyjnych

Portugal – Associação Portuguesa de Analista Financeiros

Spain – CFA Society of Spain

South Africa – Investment Management Association of South Africa

Sweden – Swedish Society of Financial Analysts

Switzerland – Swiss Bankers Association

United Kingdom – National Association of Pension Funds Ltd.

²³ Lee N. Price. “ Globalization of Performance Presentation Standards” (Financial Analysts Journal May/Jun 1998) Vol.54 Iss.3; s.10.

United States and Canada – CFA Institute²⁴

Bu amaçla, oluşturulan komitenin yarısı AIMR üyesi dahi değildir. İsviçre, Danimarka, Norveç, Tayland, Avustralya ve Hollanda'nın hazırladığı performans sunum standartları GIPS düzenlemeleri ile paraleldir. Ayrıca, Fransa, İngiltere, Yeni Zelanda, Japonya ve Almanya PPS veya GIPS ile mutabık kendi ulusal performans sunum standartlarını oluşturmuşlardır. Diğer yandan, Swiss Bankers Association PPS standartlarının tamamını benimseyerek İsviçre Performans sunum standartlarını yürürlüğe sokmuştur.

GIPS' in beraberinde, AIMR tarafından Mart 2000'de IPC kurulmuştur. IPC 15 ülkeden ve 36 üyeden oluşur.

IPC üyeleri, özel yatırım fonları, özel portföy yönetimi, sigorta, emeklilik fonları, özel özsermaye ve ortak girişim sermayesi, gayrimenkul, yatırım danışma servisleri ve performans ölçüm ve doğrulama gibi çeşitli boyutlardaki engin yatırım tecrübesine sahip firmalardan oluşmaktadır.

IPC' nin temel amacı, tarihsel kayıtlarını istendiğinde sunabilecek yatırım firmaları tarafından yerel, ya da başka standartların değil GIPS standartlarının tüm ülkeler tarafından benimsenmesini sağlamaktır. Bu bağlamda, GIPS' in yeterli tanıtımını yaparak, sadece yerel kuralların kullanılmasını değil, tüm ülkelerde yaygın kabul gören performans sunumu ve hesaplaması için oluşturulan yetersiz metotların da değiştirilmesini sağlamaktır. Ülkelerin IPC' ye katılarak GIPS' e uyum sağlamaları firmalar açısından performans ölçümünün globalizasyonu gerçekleştirecektir. IPC CVG' ye onay verilerek yürürlüğe koyulması vasıtasıyla GIPS' e adaptasyon işleminin en kısa sürede başlatılması için sermaye piyasalarının desteklenmesini istemektedir.

IPC, uluslararası finans piyasaları içinde faaliyet gösteren firmaların eşit olarak rekabet edebilmelerinde pasaport niteliği taşıyan GIPS standartlarına uyumun bir an önce sağlanması için önemli bir çaba sarf etmektedir.

IPC, GIPS pasaportunu sağlayan firmaların, performans hesaplaması ve sunumunda en üst seviyede doğruluk ve güveni kazanacaklarını belirtmektedir. Ayrıca, bu pasaport, muhtemel müşterilerin güvenini ve katılımını sağlayarak yatırım firmaları arasında uluslararası rekabeti destekleyip bu alandaki hareket serbestliğini eşit düzeye getirecektir.

²⁴ CFA Institute revised by IPC and Adopted by CFA Institute Board of Governors www.cfapubs.org/doi/abs/AIMR-PPS.htm 2005.

IPC stratejisinde iki yaklaşım kullanılmıştır:

- i. Var olan yerel standartlardan GIPS standartlarına dönüşüm
- ii. Yatırım performans hesaplaması ve raporlaması için bir standart şekli geliştirmek için tüm bölgesel standartlardan yerel en iyi uygulamayı içeren GIPS standartlarını yavaş yavaş geliştirmektir.

IPC, yatırım performans standartları olmayan ülkeleri yerel standartları olarak GIPS' i kabul etmeleri ve gerektiğinde GIPS' i kendi anadillerine çevirmelerini kuvvetle teşvik etmektedir. Böylece, "GIPS' in çevirisi"nin tanıtımı yapılmış olacaktır. Ancak,, var olan bölgesel standartlardan GIPS' e etkin geçişi sağlamak için IPC bazı ülkelerin GIPS standartlarına ek olarak eski var olan standartlarını GIPS' e uyumlaştırma ihtiyaçları olduğunu kabul etmektedir.

IPC, GIPS' in ülkesel versiyonunu tanıtmak için ciddi çalışmalar yapmaktadır. Bazı ülkelerde daha katı ilkeleri olan sunum standartları olsa bile, yatırım firmalarının farklı ülkelerde eşit şartlarla rekabet edebilmelerine GIPS standartlarına uyum ile gerçekleşebilecektir. GIPS standartları ile uyum için yatırım firmaları ülkelerinde geçerli olan spesifik performans sunum standartları ile karşılaştırma yapmayı isteyebilirler.²⁵

CVG yaklaşımı, mevcut performans standartlarına sahip ülkelerde esas olarak, bu standartların GIPS standartlarına uyumlaştırılmasının gerekliliğidir. Bu uyumlaştırma yerel düzenlemeler ve yasal gereksinimlere ve iyi tespit edilmiş uygulamalara aykırı olmamalıdır. Eğer, herhangi bir farklılık varsa bunun CVG' den farklı olarak değiştirilmesi gerekir ki, CVG GIPS standartlarına dönüşebilsin.

CVG modeli yatırım performansının sunumu ve hesaplanmasında tek bir standardın kabulüne doğru finans piyasalarının hareketini kolaylaştırır. 1 Ocak 2006 tarihinde yeniden revize edilen GIPS'e uyum sağlayacak ülkeler için CVG artık gerekli olmayacaktır.²⁶

Günümüzde Kuzey Amerika, Avrupa, Afrika ve Pasifik Asya gibi 25 ülke GIPS standartlarına uyum sağlamıştır. IPC tarafından Performans sonuçları hesaplanırken, raporlanırken standartların izlenmesi konusunda yatırım yönetim firmaları teşvik edilmektedir. Bu 25 ülkenin dışındakilerden IPC' de 9 tanesi CVG uyumlu (Avustralya,

²⁵Ernst & Young, "AIMR and GIPS Performans Standards- Performans Presentation Standards" www.google.com.tr 2004.

²⁶David Flint. "Revised GIPS-the end of CVG_s?" www.performa.co.uk 2005.

Kanada, İrlanda, İtalya, Japonya, Güney Afrika, İsviçre, İngiltere ve Amerika) Standartları onaylamış diğerleri İngilizce GIPS veya GIPS' in çevirisi her ikisini de onaylamıştır.²⁷

GIPS standartlarındaki gelişme aynı zamanda dünya çapında raporlama ve performans ölçümü için yerel en iyi uygulamaları kapsamaktadır. GIPS standartları firma tanımı, portföy grubu tanımı gibi yol gösterici ifadeleri ve tanımlardaki GIPS standartlarıyla uyum talebi ilkelerini kapsar.

IPC, sunum ve yatırım performans hesaplaması için genel kabul görmüş tek standarda doğru gitmek günümüz şartlarına uygun tüm bölgesel standartlardan ve yerel uygulamalardan en iyisi olacak GIPS standartlarının geliştirilmesi çabası içindedir. IPC, yatırım performans standartları olmayan yerlerde GIPS' in çevirisi (Translation of GIPS) (TG) yaklaşımını benimseyip, yerel dillerine çevirmelerini veya GIPS (GIPS in English) İngilizce GIPS standartlarını bire bir kabul etmelerini kuvvetle teşvik etmektedir.

GIPS standartlarının revize edilmesiyle IPC' nin isteği CVG' nin artık gerekli olmamasıdır. Firmaların, CVG uyumlu tarihi kayıtları GIPS' in en az 5 yıllık iz kayıtlarını gösterme gereğini giderecektir. 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren IPC' nin finans piyasalarını standartlar açısından bir noktaya odaklamayı başaracağı plânlanmaktadır.²⁸

1996 da, dünya çapında standartların oluşumuna katılmak ve Avrupalılar için ölçüm prensipleri ve performans sunum gelişimini sağlama amaçlarıyla performans ölçüm komisyonuna paralel Finansal Analistler Topluluğu Avrupa Federasyonu (The European Federation of Financial Analysts Societies) (EFFAS) kurulmuştur. EFFAS kısa sürede global PPS komitesinin çalışmaları ile birleştirilmiştir. GIPS standartlarına uyum plânının başlangıcında AIMR, “yatırım yöneticilerinin performans sunum standartlarına bağlı kalmaları şartını gerçekleştirmeleri durumunda, tam ve adil sunumun birlikte gerçekleştiği performans bilgisini yatırımcılara sağlayabileceklerini” belirtmektedir.

²⁷ CFA Institute “ Striving for Gold: The Evolution of the GIPS® Standards” November/December 2002 Volume 7 Number 6 www.cfapubs.org/doi/abs/AIMR_Advocate_Article.htm 2004.

* GIPS'e ilişkin metnin tamamına AIMR'in <http://www.aimr.org/standards/pps/gips-standards.html> adresinden ulaşılabilir.

²⁸ CFA Institute, GIPS revised by the IPC February 2005, <http://www.cfainstitute.org> 2006.

AIMR, GIPS' in gelişimini izleyerek, GIPS ile tam uyumlu hale gelebilmeleri için AIMR-PPS de bazı değişiklikler yapmıştır.

Yatırım firmaları ilk önce, AIMR-PPS'nin amacını araştırmalı ve anlamalıdır. Firmalar, AIMR-PPS şartlarıyla karşılaştığında GIPS şartlarıyla da karşılaşacaklardır.²⁹

GIPS' in son versiyonu 1999'un başında yayımlanmıştır ve yatırım firmaları 1 Ocak 2000 itibariyle standartlara uyuma davet edilmiştir. GIPS gelişmelere, değişimlere, firmaların uygulamada karşılaştıkları zorluklara ve isteklerine bağlı olarak devamlı güncellenmektedir.

IPC, GIPS' in en fazla gelişmiş piyasalar için uygun olduğunu belirtmektedir. Ancak, GIPS' in daha fazla ülkede kabulünü kolaylaştırmak için birkaç yöntem geliştirilmiştir. IPC, GIPS' in farklı yerleşim ve kültürleri olan ülkeler için uygun olduğunu gösterirse, daha fazla ülke uyum sağlamayı kabul edecektir. Günümüzde GIPS' in gereklilikleri ve tavsiyelerinin tamamı AIMR-PPS standartlarını içermektedir.³⁰

²⁹ Noel Amenc ve Veronique Sourd Le, **Portfolio Theory and Performance Analysis**. (The Atrium England: John Wiley&Sons Ltd, 2003). s.16.

³⁰ Robert Half. "AIMR Consulting and Verification Services" **AIMR Education and Training** [www.aimr.net/Education and Training. htm](http://www.aimr.net/Education%20and%20Training.htm) 20.9.2005.

İKİNCİ BÖLÜM

GLOBAL YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARINA UYUM SÜRECİ

1. PERFORMANS SUNUM STANDARTLARIYLA UYUM SAĞLAMA SÜRECİNDE AŞILMASI GEREKEN HUSUSLAR

GIPS' in özellikle uluslararası piyasalarda aktif rol almak isteyen veya pazar payını arttırmayı hedefleyen portföy yöneticileri tarafından giderek artan bir oranda kullanıldığı görülmektedir.³¹

Firmalar GIPS standartları yönetimi altında bütün uygulanabilir konu ve düzenlemelere uymak zorundadır.

Uyuma ilişkin yaklaşımda önemli bazı anahtar özellikler şunlardır³²:

- Minimum maliyet ve çabayla yatırımcıya performans hizmeti vermek için tecrübe gereklidir.
- Başarılı bir uyum için etkili ve en efektif yöntemlerin belirlenmesi gereklidir.
- Portföy yöneticisinin sıklıkla karşı karşıya kaldığı zamanlama sorunu için müşteri zamanlama programına göre hizmet verilebileceğinin teyit edilmesi gereklidir.

AIMR, GIPS standartlarını veya ülkeye özel CVG uyumlu standartları yürürlüğe koymak için profesyonel yetenek ve deneyime sahip olmanın önemi üzerinde durmaktadır. Bu nedenle yatırım performans hizmetini, konusunda uzman 3. bir tarafın denetlemesi faydalı olacaktır. Aynı zamanda yatırım yöneticilerine profesyonel yardım sağlayan 3. taraf sayesinde işlemlerin en aza indirilmesi ve maksimum verimlilik elde edilebilecektir. İçsel maliyet, uyumda gecikmeler, boşa giden zaman ve harcanacak gereksiz çabadan kaçınmak için uzman 3. taraflardan hizmet sağlanmalıdır.³³

³¹ CFA Institute “ Global Investment Performance Standards®: The next Step” [www.cfapubs.org/doi/abs.CFA Webcasts.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs.CFA%20Webcasts.htm) 2005.

³² GOLIATH Business Knowledge on Demand “Russell/ Mellon Reveals Next Generation of Performance & Attribution Capabilities” http://goliath.ecnext.com/coms2/gi_0199-3771737/Russell-Mellon-Reveals-Next-Generation.html 2008.

³³ Ernst & Young “Our Value Approach” 2001 Austria www.google.com.tr 2004.

1.1. Uygunluk

Dünyadaki yatırım firmaları açısından global finans sistemi içinde gerçekleşecek bütün faaliyetlerde tutarlılık ve güvenilir olma ihtiyacının giderilmesi ve yatırım firmalarının global piyasa içinde yer alabilmeleri, yatırım performansının hesaplanması ve sunumunda standartlara uyumu gerektirmektedir. AIMR 'in uygunluk konusunda yorumları, açıklamaları ve düzeltmeleri AIMR' nin yürürlüğe koyma kuruluna bağlı olarak gerçekleştirilir. Bu küçük değişiklikler AIMR' in ilgili sayfasında ayda iki kez ve web sitesi (www.aimr.org) dan online olarak elde edilebilir. AIMR 'a göre, ahlâki kurallara uygun çalışan bir finans piyasası, yatırımcılarına hem profesyonel öğütler ve yönetim hizmeti sunacak hem de mesleki davranışlarında dürüst davranan yatırım yöneticilerini barındıracaktır.

Uygunluk şirketin tümüne uygulanabilecek bir karardır. Uygulama aşamasında, şirket içinde pek çok birimin bir arada çalışmasına ihtiyaç duyulacaktır. Performans ölçüm, hukuk, operasyonlar, pazarlama ve portföy yönetimi birimlerinin bu amaç doğrultusunda ortak çalışması gerekmektedir. Standartlara uyum sağlamak çok zahmetli, zaman alan ve sürekli tekrar gerektiren bir süreçtir, ayrıca değişik birimler arasında çok fazla koordinasyon ve sorumluluk almayı gerektirir. Belirli bir tarihi zoraki olarak tutturmaya çalışarak, GIPS'e uyum sağlamak genellikle yanlış karar almaya ve başka hatalara yol açar. Tam uyumu sağlamak zannedilenden daha uzun sürebilir. Pek çok Avrupa menşeli yatırım fon şirketi (Kanada, İrlanda, İsviçre gibi) için bu süreç, 3 ay ile 1 yıl arasında değişmektedir. Fakat, firma GIPS standartlarına uyum sağladıktan sonra, yüksek profesyonel değerlere sahip olduğunu ve uluslar arası piyasalarda kabul görmüş yatırım performans standartlarına uyum sağlamış ve karşılaştırılabilir bir performans ölçüm sistemi kullandığını göstermiş olacaktır.

Uygunluk, bir seferlik bir olay değildir. Standartlara uyumu başarmak kolay olmamakla birlikte performans raporlama ve sunumunda, yatırım kararlarının verilmesi, yönetim ve sunumlarda doğrudan karşılaştırmada bir çıkış noktası olmaktadır. Standartlara uyum sağlayacak bir firmanın her portföy için aylık olarak tarihi beş yıllık tam performans verisinin olmasını zorunlu kılmaktadır. Aynı zamanda portföy yönetim firmalarının geleneksel çalışanlarından çok daha fazla tam donanımlı performans ölçüm personeli oluşturmalarını zorunlu kılmaktadır. Bunun üst yönetim için ek maliyet

getireceği açıktır. Çok büyük ve geçmişinde çok değişik durumlar ve düzenlemeler yaşamış firmalar içinse çok daha büyük bütçe gerektirmektedir.

Standartlara uyum sağlamanın zorlukları ve uyum için girişimde bulunmanın gönüllük esasına dayanmasına rağmen, uluslar arası yatırım topluluğunda standartların sağlayacağı yararların bu ek maliyetler ve zorluklardan çok daha fazla olacağına ilişkin güçlü bir kanaat söz konusudur. Hızla globalleşen dünya piyasalarında önlerindeki birkaç yıl içinde uyum sağlamayan firmaların finans piyasalarında rekabet etmede dezavantajlı duruma düşecekleri belirtilmektedir.³⁴

Şirketler çoğu zaman standartlara uyum sağlandıktan sonra işlerinin bittiğini düşünmektedirler. Fakat standartlara uyum sürekli olarak izlenmeli ve uygunluk korunmalıdır, uygunluğun devamı için kurulan süreçler her performans ölçümünde dikkate alınmalıdır. GIPS standartları gereği uyum için kullanılan yöntemler ve politikalar yazılı olarak belgelendirilmelidir. Bunun için uyumlu firmaların, yatırım performans hizmetlerinin doğrulanmasına ilişkin “GIPS Politikaları El Kitabındaki” güncellenmiş GIPS yöntem ve politikaları belgelendirme de belirtilen rehber uygulamaları izlemeleri gerekir.³⁵ Gerekli uyum sağlandıktan sonra, standartlara uygunluğun devam ettirilmesi kesinlikle gereklidir ve bunu sağlamanın vazgeçilmez ön koşulu yüksek profesyonel değerlere sahip ve disiplinli performans ölçümü sağlayacak bir yatırım ortamının ve yatırım yönetimi kültürünün firma içinde oluşturulmasıdır.

GIPS standartlarına uyum sağlamış tipik bir portföy şirketinin hangi proje adımlarını izlemesi gerektiği aşağıda açıklanacaktır.

1.1.1. Proje yönetim komitesinin oluşturulması

Firmanın tamamı tarafından standartlara uyum sürecinde projeye sahip çıkılması ve öneminin kavranmış olması gerekir. Uyum sürecinin kendisi firma içinde açık bir yönlendirme ve destek gerektirir. Firmanın içindeki (örneğin, performans, pazarlama, uyum, hukuk, operasyonlar ve portföy yönetimi) bölümleri gibi değişik fonksiyonel birimlerde çalışanlardan oluşan proje yönetim komitesi, firmayı temsil eden portföy

³⁴ John Sutherland “GIPS: Who is running the show ?” s.5 file://F:\WM Performance Services-dosya 7.htm 2003.

³⁵ Ernst & Young Investment Performance Services “Summary of Key Changes in the Revised GIPS®Standards” 2005 www.cfainstitute.org.standards/pps/gips redraft 2005.html

yöneticisi, diğer ofis yöneticileri ve genel müdürden oluşan anahtar konumunda olan personelle projenin nasıl başlatılacağına ilişkin değerlendirme görüşmeleri yapmalıdır. Her bir birimin görüş ve düşüncelerini açıklaması ve bu düşüncelerin dikkate alınması her gruptaki sorunların ve kaygıların dile getirilmesini sağlamaktadır. Her grubun uyum çabası sırasındaki rolünü ve sorumluluğunu anlaması için, bu grupların başlangıçta ve uyum süreci boyunca konuya dahil edilmeleri son derece önemlidir. Birçok şirket, bir grubun bütün şirket için kararlar almasına izin vermek gibi bir hata yapar. Bu kararların diğer gruplar tarafından uygulanması istendiğinde, yanlış oldukları, pratik olmadıkları, ya da uygulanmasının imkânsız oldukları ortaya çıkabilir. Firma oluşturulan proje grubunun, tarihi bilgilerin elde edilmesi, performans hesaplanması gibi uygulama detayları kadar yatırım fonlarının yatırım politikaları ve yatırım stratejileri hakkında da bilgi sahibi olması gereklidir. Grup, GIPS'in gereksinimleri ve tavsiyelerine uygunluk konusunda bir analiz gerçekleştirmelidir. Bu analizde proje grubu portföy grubu oluşturma, strateji araçları, gerekli kaynaklar ve firmanın açık tanımını belirtmelidir. Projenin strateji ve tanımlama basamakları projenin başarısı için temel gereksinimlerin anahtarıdır. Grup kısa süre içinde projeyi hayata geçirmek için gerekli tüm bilgilere sahip olmalıdır. Bütün süreç boyunca tüm bu birimlerin projeye dahil edilmesi önemlidir.³⁶

1.1.2. Proje planının oluşturulması

Her projede olduğu gibi, amaçların, sorumlulukların ve önemli adımların gerçekleştirilmesi için gerekli zaman süreci belirlenmelidir. Geçmişe yönelik fon verisi oluşturma tahminlerden daha uzun sürebilir. Konuya ilişkin daha önce yapılan bir araştırmaya göre, katılımcıların %20' lik bir kısmı zorunlu olarak oluşturulan geçmişe yönelik tarihsel performans sunum tabloları için, tarihsel verilerin elde edilmesi sorunuyla karşılaştıklarını ifade etmişlerdir.* Bu aşamada yaşanan en ciddi sorun, değişik yatırım araçlarının gün ve gün getiri verilerinin tarihsel olarak elde

³⁶ FIM Fund Management "How FIM Fund Management Became GIPS Compliant" Trema-Finance onLine-volume 8 <https://fim.com/suomi/assetmanagement/gips.report-05.pdf> 2004.

*Bu araştırmaya www.pwcglobal.com/gips üzerinden ulaşılabilir.

edilmesinden çok, portföy veya portföy grubuna giren/çıkan nakit akışlarının miktarlarının geçmişe yönelik belirlenmesinde yaşanmaktadır.³⁷

1.1.3. Firmanın tanımlanması

Uyum sağlayacak firma açısından en önemli adım Firm-wide** uygunluğunun tesis edilmesidir. Bu noktada firmanın göz önünde bulundurması gerekenler; i- firmanın tanımlanması, ii- firmanın tanımlanmasında takdir yetkisi ki bu firmanın planladığı stratejisini yürürlüğe koyma yeteneğidir ve iii-firmanın portföy grubu tanımlama prensipleri ve kurallarıdır. Firmanın büyüklüğü ve yapısına bağlı olarak, standartlar gereğince firmanın nasıl tanımlanacağı hususunda değişik alternatifler mevcuttur. Şirket bu husustaki alternatifleri incelemeli ve standartlara uyumu sağlamakla neler kazanacağını genellikle pazarlama ve prestij açısından sağlanan avantajlar değerlendirmelidir. Dikkate alınması gerekli hususlar hukuksal, resmi denetimsel veya pazarlama konularının yanında, fonksiyonel yönetim birimleri ile ilgili de olabilmektedir.³⁸

Firmanın tanımlanması aşaması, uyum sürecine başlanırken, bakılması gereken ilk konudur. Bir firmanın tanımlanması sırasında ortaya çıkan sorunlar firmanın uyum kararından vazgeçmesine neden bile olabilir. Ancak, bu süreç daha etkin ve etkili olarak aşağıdaki gibi gerçekleştirilebilir³⁹:

- Yönetimin üst düzey üyeleri ve kıdemli operasyon komitesi, standartlara uyum sürecinde ve firmanın nasıl tanımlanacağı sorusuna cevap verme aşamasına erkenden dahil edilmelidir. Hukuk, pazarlama ve satış, operasyon muhasebesi, portföy yöneticileri ve firma stratejisi personeli ana birimlerdir.

- Bir organizasyon firması tanımlamayı ilk olarak gerçekleştirdiğinde, genellikle bir adım geri çekilip, organizasyonun tamamını gözden geçirmeli ve önerilen kararları eleştirmelidir. Bazı organizasyonlar, bu gözden geçirme sonucunda, standartlar için yapılan firma tanımının, organizasyonun halka tanıtımı ile uyuşmadığını fark edebilir.

³⁷ Kaan H.Aksel “Uluslar arası Yatırım Performans Standartları’na uygunluk ve Karşılaşılan Sorunlar”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi** Yıl:6 Sayı:30 2003, s.42.

** Firm-wide; Firma büyüklüğünün gerektiği gibi açıklanmasıdır. Ne reel büyüklüğünden geniş kapsamlı ne de dar kapsamlı olmalıdır.

³⁸ The WM Company A State Street Business “GIPS Features, Defining the Firm” www.wmcompany.com/page.php?page_id=information_home&cat=vrnew - 24k 2004.

³⁹ Aksel, **a.g.e.**, s.42.

Bazı firmalar, organizasyonlarının halka sunulmuş şeklini değiştirmeye hatta yeni bir yapılanmaya gitmeye karar verebilirler. Bu değişiklikler, bazı pazarlama materyallerinin tekrar basılması dışında, birçok şeyi kapsar ve çok masraflı olabilir.

• Firma bir kez tanımlandıktan sonra, bu sürecin tekrar yaşanmayacağını düşünmemek gerekir. Sektör geliştikçe ve firmanın işi değiştikçe, firma tanımını değiştirmek ve geliştirmek gerekli ve mantıklı olabilir. Değişiklik gerektiren birçok faktör olabilir. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibidir:

- Pazarlama veya dağıtım kanallarında önemli değişiklikler.
- Firmanın tekrar yapılanması veya yasal yapısındaki değişiklikler.
- Birleşmeler ve alımlar.
- Müşteriye sunulan ürün ve hizmet portföyündeki değişiklikler.

Ancak, firma tanımının sık sık değiştirilmesinden kaçınılmalıdır. Eğer firma tanımı çok sık değiştirilirse, bu firma tanımının güvenilirliğini sarsabilir.

Firmayı tanımlamanın özellikle büyük organizasyonlar için çok daha zor olabileceği ve zaman alabileceği açıktır. Şimdilik Standartlar, oluşabilecek bütün firma tanımlama problemlerine çözüm getirmemektedir ve böyle bir amacı da yoktur. Bazı problemlerin açık çözümleri hiç bulunamayabilir. Yönetmeliğe yorum yapma süresi dolduktan sonra, Yatırım Performans Konseyi'nin bu konudaki bazı problemlerin çözümüne yardımcı olacak olan bilgileri açıklaması beklenecektir.

Birçok organizasyon için, firmanın tanımlanması çabası, üst düzey yöneticileri ve organizasyonun bütünündeki birçok ana bölümü de ilgilendiren devamlı bir süreç haline gelir. İş stratejisi, organizasyon yapısı ve pazarlama hedefleri konusunda ilginç tartışmalar sık sık bu süreç sırasında ortaya çıkar. PWC' nin anket çalışmasında cevap verenlerin %40'ı firmaların bağımsız bir yatırım danışmanlığı firmasından daha farklı bir şey olduğunu söylemiştir. Yaklaşık üçte biri, bankaların, ya da sigorta şirketlerinin yan kuruluşlarıdır.

Buna ek olarak, cevap verenlerin %39'u firmalarının, standartları uygulamak amacıyla birden fazla şirketi olan bir organizasyonun parçası olduğunu ifade etmişlerdir. Buradan çıkan sonuç birçok organizasyonun kendilerini tanımlamak gibi zor bir sorunları olduğudur..

Standartlara göre, bir firma kendini tanımlarken:

- İlgili ülkedeki sorumlu düzenleyicilerin kabul ettiği ve resmi olarak kayıtlı bir kuruluş olmalıdır veya,
- Müşterilere veya olası müşterilere ayrı bir iş birimi olarak tanıtılmış bir yatırım şirketi, yan kuruluş veya bölüm olmalıdır (örneğin, ana firma GIPS' e uyumlu olmasa bile, özel müşteri varlıklarını yöneten bir yan kuruluş veya ayrı bir iş birimi uyumlu olabilir); ya da
- Global varlıkları yöneten firmalar için 1 Ocak 2005'e kadar bütün varlıkları firma tarafından belirlenen bir yada daha fazla temel kura endekslenmelidir.

Kasım 2001'de, Yatırım Performans Konseyi, Firmanın tanımı için rehber klavuz yayınlamıştır. Yönetmelik, firmanın tanımlanması konusunda, bazı ana 'klavuz prensipler' içermekte ve bazı kriterleri açıklamaktadır. Aynı zamanda, bir firma tanımının 'anlamlı, mantıklı ve adil' olması gerekliliği tekrar vurgulanmaktadır.

1.1.3.1. Firmanın ayrı bir iş birimi olarak tanımlanması

Standartlar, bir organizasyonun kendisini bir, ya da daha çok ayrı iş birimi olarak tanımlamasına izin vermektedir.

Ayrı bir iş birimi kaç değişik şekilde olabilir⁴⁰:

- Ayrı bir yasal varlık olarak.
- Daha büyük bir organizasyonun içinde resmi bir bölüm, ya da yan kuruluş olarak.
- Halka sunulan bir pazarlama ismi (markası) olarak.

Yönetmelik, bir ayrı iş birimin tanımlanması için iki ayrı kriter sunmaktadır:

- Ayrı bir piyasa veya müşteri tipi olan bir varlık (örneğin, kurumsal, perakende satış veya özel müşteri gibi).
- Ayrı ve belli bir araştırma süreci olan bir varlık.

Anket çalışmasına cevap verenlerden, standartları uygulamak için birden fazla firması olduğunu belirtenlerin %46'sı firmayı hukuksal bir varlık bazında tanımlamaktadır. Ancak, bundan daha fazla organizasyon firma tanımlamasında hukuksal varlık dışında kriterler kullanmaktadır. Bu kriterlerin içinde coğrafya, yatırım stratejisi süreci veya müşteri tipi vardır.

⁴⁰ Pricewaterhouse Coopers, "2001 Global Trends in Performance Measurement Table of Contents" www.pwcglobal.com 2004.

Bir firmanın yasal varlık kriteri dışında bir kritere göre tanımlanmasındaki ana adım, o firmanın Tek Firma Danışmanı mı yoksa Çoklu Firma Danışmanı mı? olduğunun kararlaştırılmasıdır.

Temel olarak, Tek Firma Danışmanı, belli yatırım türlerinde çalışan bir grup portföy yöneticisi ve araştırma analisti olan tek bir araştırma sürecine dayalı olur. Öte yandan, Çoklu Firma Danışmanı, kendisini bazen tamamen farklı isimlerden ve markalardan oluşan bağımsız kuruluşlar olarak pazarlar. Çoklu Firma Danışmanları genellikle ayrı portföy yönetim takımlarına sahiptir.

1.1.3.1.1. Tek firma danışmanı

Tek firma danışmanının yatırım felsefesi, birçok dağıtım kanalıyla pazarlanan belli yatırım türlerinde çalışan bir grup portföy yöneticisi ve araştırma analisti olan tek bir araştırma sürecidir. Bu felsefe tek firma danışmanının göstergesidir. Tek firma danışmanının, perakende fon, kurumsal nakit için ayrı bir hesap veya emeklilik varlıkları için karma bir fon gibi değişik ürünler halinde sunulan özel bir tarzı olabilir. Değişik dağıtım kanalları olmasına rağmen, tek bir yatırım yönetim tarzı vardır ve değişik şekillerde yönetilen bütün ürünler için tek bir portföy yöneticisi veya portföy yönetim birimi vardır. Başka bir önemli nokta da, müşterilerin kuruluşu, tek bir yaklaşımı olan, tek bir firma olarak görmeleridir. En önemli konu, yatırım yönetim aktivitelerinin genel performansını tek bir firma olarak sunmaktır. Ancak, bazı problemler çıkabilir. Örneğin, pazarlama konusunda, tek firma danışmanı şimdiki ve olası müşterilerine kendini nasıl pazarlayabilir? Değişik dağıtım kanallarındaki ürünler, ayrı ayrı mı pazarlanmalıdır? Farklı pazarlama bölümleri mi olmalıdır? Tek bir web sitesi mi olmalıdır? Yazılı ve görsel basın reklamları, firmayı tek bir firma olarak mı göstermelidir?⁴¹ Bunlara ek olarak, firmanın yasal yapısı nasıl olmalıdır?

Rehber klavuz, “firmaların mümkün olan en geniş tanımı benimsemelerini kuvvetle tavsiye etmektedir”. Gerekli olmasa bile, Eğer IPC’ nin standartlara yönelik eleştirileri göz önünde bulundurarak yayınladığı rehber klavuz şu andaki haliyle benimsenirse, yukarıda anlatılan Tek firma danışmanı yaklaşımı daha da geçerlilik kazanabilir. Rehber klavuz, açıkça “Eğer bir firma kendini ayrı bir varlık olarak

⁴¹ AIMR Standards Performans and Ethical “AIMR-PPS and GIPS Service Provider Advertisements” www.aimr.net/AIMR-PPS and GIPS Service Provider Advertisements.htm 2004.

gösteriyorsa, Ancak, kendi otonom yatırım süreci yoksa, bir firma olarak tanımlanamaz” demektedir.

1.1.3.1.2. Çoklu firma danışmanı

Bir firma, tek firma danışmanı olduğunu söyleyebilir Ancak, daha dikkatli bir inceleme aslında çoklu firma danışmanı olduğunu gösterebilir. Bir firmanın perakende portföy yönetimi birimi, yüksek kârlı birim olabilir. Pazarlamada tamamen farklı tanımlamalar kullanılabilir. Firma benimsediği yatırım yöntemleri ve teknolojileri kullanabilir. Ancak, firmalar, yasalara ve mevzuata uygunluk ve nakit akışını göz önüne alarak, müşterileri için ayrı ve özel yatırım yönetim kararları verebilirler. Eğer firma ayrı iş üniteleri olduğuna ve dolayısıyla çoklu firma danışmanı olduğuna karar verirse, o zaman düşünülmesi gereken başka konular da gündeme gelecektir.

Firma her ne kadar ayrı iş birimi ayrı bir yasal varlık olabiliyorsa da, genellikle durum böyle değildir. Firmanın içindeki birimlerin sınırları ve birimlerin kamuya sunulma şekli çok da açık olmayabilir. Örneğin, ayrı iş birimleri, hukuk, ya da muhasebe birimleri gibi hizmetleri paylaşmakta mıdır? Ayrı iş birimleri ortak pazarlama materyalleri mi dağıtmaktadır? Birimler aynı web sitesini mi paylaşmaktadır? Her ayrı iş birimi, kendi gereklerine ve şartlarına, geçmişine, şimdisine ve geleceğine, gelecekteki portföy yönetim felsefesine ve yapısına ve pazarlama kanallarına göre ayrı ayrı değerlendirilmelidir.

Bu sorularla ilgili olarak kesin ve hazır kurallar yoktur, Ancak, rehber klavuz önemli bir açıklamayla bu konularda yardımcı olmaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi, “Eğer bir firma kendisini ayrı bir varlık olarak görüyorsa, Ancak, kendi otonom yatırım süreci yoksa, bir firma olarak tanımlanamaz.” denmektedir. Dolayısıyla, bir varlık daha büyük bir varlıktaki kardeş firmalarıyla bazı merkezi fonksiyonları paylaşsa bile, Rehber klavuzla göre bir firmayı tanımlarken, bu varlığı ayırabilmek için ayrı ve belli bir yatırım süreci olmalıdır.

Bir varlık, tek bir ayrı iş birimi mi var yoksa birçok farklı iş birimi mi var kararını verdikten sonra, bu tanım, tutarlı olması ve boşlukların bulunması için, yasal kayıtlar ve pazarlama materyalleri açısından da incelenmelidir. Varlığın geçmişinin incelenmesi belli bir tanıma destekleyebilir, ya da çürütebilir.

Yatırım yönetim sektörü yakınlaştıkça ve küreselleştikçe, birçok organizasyon dünyaya “uluslararası bir görünüm” sergilemek istemektedir. Dolayısıyla zaman içinde küresel organizasyonlar için, çoklu firma tanımlamaları giderek daha da zorlaşmaktadır.

Organizasyonlar dünya çapındaki müşterilerine aynı hizmeti ve aynı ürünleri sunmaya uğraşmaktadırlar ve bu dağıtım stratejisini uygulayabilmek için de yatırım yönetim fonksiyonlarını merkezileştirmektedirler. Bu firmalar, “Müşterilerimiz bizi nasıl görüyor?” ve “Firmamızı halka nasıl tanıtmak istiyoruz?” sorularına cevap verirken, dünyanın değişik yerlerinde çalışan ayrı yasal varlıklardan oluşan çoklu firmalar yerine, aslında tek bir firma oldukları ortaya çıkabilir.

1.1.3.2. Firmanın takdir yetkisi

Takdir yetkisi firmanın planladığı stratejisini yürürlüğe koyma yeteneğidir. GIPS standartlarının odaklandığı nokta aynı yatırım stiline sahip ve aynı stratejiyi izleyen tüm portföylerin oluşturduğu portföy grubu performansının olası müşteriye sunulmasında firmanın izleyeceği stratejisidir.⁴² Eğer müşteri yatırımı ile ilgili olarak ilkelerini belgelendirmişse firma, planladığı yatırım stratejisini kendi inisiyatifinde yürürlüğe koyamaz. Müşteri talimatları ile belirlenen yetkinin derecesine göre tüm kısıtlamalar müşterinin hesabını etkileyecek yönetim kararlarının üzerindeyse muhakkak ki isteğe bağlı olmayan portföylerin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Fon yöneticisinin yatırım kararlarına kısıtlama en çok emekli veya hayat sigortası fonlarındadır. Bu tür fonlara nakit girişi aylık primlere dayanırken, fondan nakit çıkışı maaş ve tazminatlara bağlıdır.⁴³ AIMR’ in amacı yatırım yöneticisinin takdir yetkisinin daha fazla olmasıdır. Eğer kısıtlamalar, portföyün planlanan stratejisinin yürürlüğe konmasını engelleyebilecekse, firma bunu açıklamalıdır. Örneğin, Eğer bir müşteri firmanın portföylerine bütün hisselerini satın almamasını talep ediyorsa firma, ilk önce planladığı stratejiye bu kısıtlamanın engel olup olmayacağını düşünmelidir ve firma bu portföyü isteğe bağlı olmayan olarak (ve tüm diğer bu kısıtlamaya tabi portföyleri) sınıflandırmalıdır veya isteğe bağlı olarak sınıflandırmayı seçebilir ve örneğin bütün kısıtlamalı portföyler için bir portföy grubu yaratabilir. Firmalar isteğe bağlı olarak bu

⁴² Bruce J. Feibel, **Investment Performance Measurement** (John Wiley & Sons, Inc. 2003), s.313.

⁴³ Karan Baha Mehmet, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi** No:1 (Ankara:Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları. 2001), s.666.

portföyleri sınıflandırmayı ve ayrı portföy gruplarındaki benzer kısıtlanmalı portföylerini gruplandırmayı düşünmelidir.⁴⁴

Her firma, firma bünyesindeki tüm portföyler karşısında tutarlı olarak yetki tanımlaması yapmalı ve bu tanımlamalarını belgelendirmelidir. Firmalar isteğe bağlı olmayan portföy sınırlandırmalarının nedenlerini de belgelendirmelidir. Firmanın sorumlu olduğu ücret ödemeli isteğe bağlı tüm portföyler, en azından bir portföy grubunda yer almalıdır. Bu yüzden firmalar portföylerinin her birini (hem isteğe bağlı hem de isteğe bağlı olmayanlar) yeniden sınıflandırmadıkça düzenli esasta yeniden incelemelidirler. Müşteri talimatlı kısıtlamalar portföyün isteğe bağlı olmayan olarak sınıflandırılmasına neden olabilir. Örneğin,

- Müşteri onayı şartından dolayı kısıtlı alışveriş aktiviteleri,
- Varlık tahsisatı (örneğin, firma müşteri tarafından tahsis edilen varlıkları değiştiremez) kısıtı,
- Vergi faktörü (örneğin, düşük maliyet esaslı hisseler gibi),
- Belirli menkul kıymetlerin satış limiti,
- Belirli menkul kıymetlerin satın alınması ve menkul kıymetin türü (firma bütün hisselerini satın alamaz, firma gelecek sözleşmesi satın alamaz, firma özel niteliklere sahip menkul kıymetleri satın alamaz gibi) kısıtı,
- Nakit akış gereksinimleri (örneğin, müşteri kurallara uygun esasta geniş nakit dağılımlarını talep edebilir),
- Yasal sınırlamalar gibi kısıtlamalar.

Bu kısıtlamaların hiç biri isteğe bağlı olmayan portföyü sınıflandırma nedeni değildir. Firma bu kısıtlamalarla amaçlanan stratejinin yürürlüğe konması önemli ölçüde engellenecekse bunu belirtmelidir. Ek olarak uyum sağlamaya ilişkin belgelendirme ve performans ölçümünün firma dışından üçüncü taraf yoluyla gerçekleşmesi firmanın sorumluluğunu engelleyemez ve isteğe bağlı olmayan varlık sınıflaması için yeterli neden olamaz.

Müşterinin menkul kıymetleri kısıtlaması durumunda (örneğin, düşük maliyet esaslı hisse senetleri, vadeli menkul kıymetlerin elde tutulması gibi) firma, portföyün kısıtlı kısmını isteğe bağlı olmayan olarak (genel olarak yönetim altında olmayan)

⁴⁴ AIMR-PPS, (3)-Composite Construction-Required 1 January 2002 www.cfainstitute.org/centre/codes/gips/pps/ppscontent.html 2008.

sınıflandırmayı seçebilir ve isteğe bağlı kısmı ayrı olarak değerlendirebilir. Portföyün bir kısmının isteğe bağlı olmayanlar olarak sınıflandırılabilirdiği düşünülürde Eger varlıklar, portföyün yatırım yönetimi stratejisini etkiliyorsa, firmalar bunu dikkate almalıdır. Tüm hesaplamalar ve portföy grubu oluşumu gereklilikleri portföyün geriye kalan isteğe bağlı kısmına uygulanır.

Bazı firmalar, portföy yönetimini kolaylaştırmak için firmanın isteğe bağlı olmayan portföylerinin tamamı veya bazılarını birlikte gruplayabilir. Ancak, bu, standartlara göre portföy gruplandırması değildir. Firmanın portföy grubu listesinde de yer almamalıdır.

Firmalar sadece portföylerin portföy grubunun yeniden tanımlanması durumunda veya müşteri ilkelerindeki değişikliklerin belgelendirilmesinden kaynaklanan takdir yetkisi sonuçlarındaki değişiklikten dolayı portföy gruplarının içine alınması veya dışına çıkarılmasına izin verir.

GIPS standartları yapılan her işlem için belgelendirmeyi zorunlu kılmaktadır. Fakat, müşterilerle karşılıklı ilişkinin belgeleri mektuplar, faxlar, e-mailler ve/veya ulusal muhtıralarla sınırlı olamaz.

1.1.3.3. GIPS standartlarına göre firma tanımı ile ilgili zorunluluklar

* GIPS standartları firmanın gerçek büyüklüğü dikkate alınarak uygulanmalıdır.

* Firmaların, potansiyel müşteriler veya var olan müşteriler için farklı bir ticari varlık olarak sunacağı departman veya bağlı şirket gibi bir yatırım firması olarak tanımlanması gereklidir.

* Toplam firma varlıkları, tanımlı firmanın yönetimi altındaki isteğe bağlı olmayan ve isteğe bağlı portföylerin tamamının piyasa değeri toplamı olmalıdır. Bu, toplam ücret ödemeli veya ücret ödemesiz her iki varlığı da içermelidir.

* Firmalar yardımcı danışmanların seçiminde takdir yetkisine sahiptir. Firmalar oluşturulan portföy gruplarında yardımcı danışmanın sorumluluğuna verilen varlıkların performansını dikkate almalıdır.

* Firma organizasyonundaki değişikliklerin, tarihsel portföy grupları sonuçlarında değişikliğe yol açmasına izin verilmez. Yani, firma satın alma veya birleşme, ya da

portföy yönetim şirketine bağlı yan kuruluşunun iflas etmesi gibi organizasyon değişikliklerinde tarihsel portföy grubu performans sonuçları olduğu gibi yansıtılır. Ne zaman portföy grubu sonlandırılır veya portföy, portföy grubundan çıkarılırsa o zaman yeni dönem portföy ve portföy grubu performans sonuçları dikkate alınmalıdır.

1.1.3.4. Firma tanımı ile ilgili tavsiyeler

* Firmalar, en anlamlı ve kapsamlı tanımı benimsemeye teşvik edilirler. Bu tanım kapsamının bireysel yatırım yönetim firmalarının gerçek ismine aldırılmadan aynı marka adı altında yönetilen tüm coğrafik (ülke, bölge vs) işletmeleri içermesi önerilir.⁴⁵

1.1.4. Yönetilen tüm portföylerin belirlenmesi

GIPS gereğince, şirket tarafından yönetilen tüm portföyler, standartlara uyumlu bir sunum için, en az son beş senedir geriye doğru takip edilebilir olmalıdır. Firma birleşmeleri, satın almaları ve firmaya ait değişen BT (Bilgisayar Teknolojisi) sistemleri, aktif portföy hesaplarının tanımlanması sürecini zorlaştırabilirler. Hukuksal anlamda tek bir firma iken, şartlar gereği satın almalar veya birleşmelerin gerçekleştiği durumlarda firmanın önceki adını ve tarihsel performansını yeni firmaya nasıl taşıyabileceği kesin kurallarla belirlenmiştir.

1.2. GIPS standartlarına uyumda temel aşamalar

GIPS standartlarına uyum sağlamayı düşünen firmaların temel 6 aşamayı göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Bu aşamalar;

- 1- Veri girişi
- 2- Hesaplama Metodolojileri,
- 3- Portföy gruplarının oluşturulması,
- 4- Kamunun aydınlatılması,
- 5- Sunum ve Raporlama
- 6- Denetleme ile ilgili zorunluluklardır.

⁴⁵ CFA Institute “Global Investment Performance Standards Revised by the Investment Performance Council” <http://www.cfainstitute.org> 2005.

1.2.1. Veri girişi ile ilgili zorunluluklar

Veri girişinin tutarlılığı GIPS standartları ile etkin bir uyum için esastır ve tam adil, karşılaştırılabilir yatırım performans sunumu için temel teşkil eder. GIPS' e göre;

- Gerekli hesaplamaları yapmak için ve performans sunumunu destekleyecek tüm gerekli veri ve bilgi sağlanmalı ve muhafaza edilmelidir.
- Portföy değerlendirilirken maliyet veya net defter değeri değil, piyasa değeri esas alınmalıdır.
- Portföyler, 1 Ocak 2001 tarihinden önceki dönemler için en azından 3 aylık olarak, 1 Ocak 2001 ve 10 Ocak 2010 arasındaki dönemler için aylık değerlendirilmelidir. 1 Ocak 2010'dan başlayan dönemler için portföyler, tüm kayda değer nakit akışlarının meydana geldiği tarihte yeniden değerlendirilmelidir.
- 1 Ocak 2010 dan sonraki dönemler için firmalar portföylerini ya ayın son günü, ya da ayın son iş günü itibariyle değerlendirmelidir.
- 1 Ocak 2005 de başlayan dönemler için firmalar işlemleri alım satım tarihinde muhasebeleştireceklerdir.(trade date accounting) *
- Sabit getirili menkul kıymetler ve faiz gelirinin tahakkuk ettirilmesini gerektiren diğer varlık unsurları için, tahakkuk muhasebesi kullanılmalıdır. Sabit getirili menkul kıymetlerin piyasa değerleri, tahakkuk etmiş faizi dikkate alınarak belirlenmelidir.
- 1 Ocak 2006'dan sonra başlayan dönemler için, portföy gruplarının yıllık dönembaşı ve dönemsonu değerlendirme tarihleri tutarlı olmalıdır. Yani portföylerden birisi için dönembaşı 1 Ocak ise diğerleri için de dönem başı 1 Ocak olmalıdır. Portföy grupları takvim yılının dışında bir mali yılda (dönembaşı 1 Ocak ve dönem sonu da 31 Ocak olmayan mali yıl) raporlanmadıkça, dönembaşı ve dönemsonu değerlendirme tarihi takvim yılının sonu olmalıdır (veya yılın son iş günü olmalıdır).

* Alım satım tarihinde muhasebeleştirme (trade date accounting) Portföye müşterinin alım/satım emri verildiğinde alış, ya da satışın yapıldığı tarihte işlemin muhasebeleştirilmesidir. Bu işlemle ilgili nakit ve menkul kıymete ilişkin değişim ve gerekli formalitelerin tamamlandığı tarihte bir varlık, ya da borç olarak kayda alınması da işlemin tamamlandığı tarihte muhasebeleştirme yani settlement date accounting olarak adlandırılır. GIPS standartlarıyla uyumlu olabilmek için alım satım tarihinde muhasebeleştirme esasına göre işlemin 3 iş günü içerisinde bir varlık, ya da borç olarak kayda alınması zorunluluktur.

1.2.1.1. Veri girişi ile ilgili tavsiyeler

- Temettüler için tahakkuk muhasebesi kullanılması önerilir.
- Net ücret getirileri sunulduğunda, ücret getirileriyle ilgili olarak firmalara yatırım yönetim ücretlerini ayrıca göstermeleri önerilir.
- Ayların ya son gününde, ya da son iş gününde değerlendirilmesi önerilir.

1.2.2. Portföy performansı hesaplama metodolojileri

Firmaların performans sunumları arasında karşılaştırılabilirlik sağlanması getirileri hesaplamada kullanılan metotlarda tekdüzelik gerektirir.

Standartların olmazsa olmazı portföy ve portföy gruplarının her ikisi için de belirli hesaplama metodolojisinin kullanılmasıdır. Metodoloji seçiminin bağlı olduğu öncelikler şunlardır :

- Analizin amacı,
- İşlem sıklığı,
- Verilere ulaşılabilirlik.⁴⁶

Portföyün getirisinin hesaplanmasında standartlar yol gösterici esaslar getirmektedir. Firma, portföy hesaplamalarının nasıl ve ne zaman değerlendirileceği, portföyden çekilen, ya da ilave edilen nakit değerlerin nasıl ele alınacağı konusundaki politikalarını belirlemelidir.

Portföy getirileri hesaplandıktan sonra, portföy gruplarının performansı hesaplanmalıdır. Burada en önemli konu, nakit giriş ve çıkışlarını dikkate alan, zamana göre ağırlıklandırılma ile portföy getirisinin bulunmasıdır. Portföy grubuna dahil tüm portföylerin bu şekilde önce portföy bazında değerlendirilip, daha sonra her bir portföyün getiri oranının, dönem başı piyasa değeri üzerinden ağırlıklandırılmış ortalamaları alınarak portföy grubunun getiri oranı hesaplanmalıdır.

⁴⁶ Mc Carty Cait Mary “Issues in Security Level Performance Attribution and Measurement” Wilshire Analytics www.google.com 2001.

1.2.2.1. Hesaplama metodolojisi ile ilgili zorunluluklar

- Toplam getiri (total return), -gerçekleşmiş veya gerçekleşmemiş kâr ve zararı ve geliri içerir- kullanılmalıdır.

- Zaman ağırlıklı getiri oranı kullanılmalıdır. Getiri oranı hesaplanırken düzeltilmiş dışsal nakit akışları kullanılmalıdır. Periyodik getiriler geometrik olarak birleştirilmelidir. Dış nakit akışları firmanın portföy grubuna ilişkin özel politikası ve belgelendirme işlemi ile tutarlı biçimde işlem görmelidir. En azından:

- a. 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren başlayan periyotlar için firmalar yaklaşık getiri oranı kullanmalıdırlar. Yaklaşık getiri oranının hesaplanmasında ise günlük olarak ağırlıklandırılmış dışsal nakit akışları kullanılmalıdır.

- b. 1 Ocak 2010 tarihinden itibaren başlayan periyotlar için firmalar portföylerini, tüm kayda değer nakit akışlarının olduğu tarihte değerlemelidirler.

- Portföy grubu getirileri, dış nakit akışı ve dönem başı değerinin her ikisini de yansıtan bir metot (Modifiye edilmiş Dietz Metodu, Modifiye edilmiş BAI, ya da Günlük değerlendirme Metodu) ile veya her bir portföyün getirisinin dönem başı değerleri kullanılarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmalıdır.

- Nakit ve nakde eşit varlıklardan oluşturulan portföylerden elde edilen getiriler toplam getirinin hesaplanmasında dahil edilmelidirler.

* Tüm getiriler, dönem boyunca gerçekleşen, fiilen gerçekleşmiş alım satım giderleri düşüldükten sonra hesaplanmalıdır. Tahmini alım satım giderleri getirinin hesaplanmasında dikkate alınmamalıdır.

- Başlangıcı 1 Ocak 2006 dönem için, firmalar portföy grubu getirilerini en az 3 aylık dönemler itibariyle, her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesaplamalıdır.

Başlangıcı 1 Ocak 2010 dönem için, portföy grubu getirileri en az aylık dönemler itibariyle, her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesaplanmalıdır.

- Fiilen gerçekleşen alım satım giderleri paket ücretten ayrılamaz ve ayrı olarak tanımlanamaz:

- i. Brüt ücret getirileri hesaplanırken, getirilerden, doğrudan alım satım giderlerini içeren paket ücretin ilgili bölümü veya paket ücretin tamamı düşülmelidir. Tahmini alım satım giderlerinin kullanılmasına müsaade edilmemektedir.

ii. Net ücret getirileri hesaplanırken, getirilerden yatırım yönetim ücreti ve doğrudan alım satım giderlerini içeren paket ücretin ilgili bölümü veya paket ücretin tamamı düşülmelidir. Tahmini alım satım giderlerinin kullanılmasına müsaade edilmemektedir.

1.2.2.2. Hesaplama metodolojisi ile ilgili tavsiyeler

- Getirilerin; temettüleri, sermaye kazançları ve faizler üzerinden iadesi talep edilemeyen stopaj vergisinin net tutarı kullanılarak hesaplanması önerilir. İadesi talep edilebilen stopaj vergi kesintileri tahakkuk ettirilebilir.
- Firmaların portföy grubunun getirilerini, grupta yer alan portföyleri en azından aylık olarak ağırlıklandırmalarıyla hesaplamaları tavsiye edilir.
- Firmaların bütün kayda değer dış nakit akışlarının gerçekleştiği tarihte portföyleri yeniden değerlendirmeleri tavsiye edilir.

1.2.2.2.1. Portföy Getirilerinin ölçülmesi

Yatırım risk ve getiriye bağlı olan iki boyutlu bir süreç olduğu için fon yöneticileri ile yatırımcıların portföylerini değerlendirirken bu iki etmeni ele almaları gerekir.

Kuşkusuz yatırımcı açısından temel değerlendirme unsuru portföyün getirisi olacaktır. Ancak, özellikle performansın diğer portföylerle veya bir gösterge portföyle karşılaştırılmasında anlamlı sonuçlar elde edebilmek için karşılaştırılan portföylerin risk seviyelerinin aynı, ya da benzer olması gereklidir. Dolayısıyla yapılması gereken, portföy getirisinin hesaplanması ve daha sonra aynı risk grubuna giren diğer portföylerin getirileri ile karşılaştırılmasıdır. Bu işlem en basit şekilde iki aşamada gerçekleştirilebilir. Öncelikle her bir portföyün getirisi ve riskleri hesaplanır ve portföyler risk seviyelerine göre belirli gruplara ayrılırlar ve her bir grubun kendi içinde karşılaştırmaları yapılır. Kullanışlı ve akla yatkın sonuçlar üreten performans ölçme yaklaşımı, riske göre ayarlanmış (düzeltilmiş) getirinin hesaplanmasıdır. Farklı yöntemler kullanılsa da yapılan işi, bir birim risk için elde edilmesi gereken getirinin belirlenmesi ve değerlendirilen portföyün riskine göre elde etmesi gereken getiri ile gerçekleşen getirisinin karşılaştırılması şeklinde basitleştirerek özetlenebilir. Bu

yaklaşımına uygun geliştirilen yöntemlerin yatırımcılar açısından daha geçerli olacağı söylenebilir. Hangi yaklaşıma ve hangi yönteme göre portföy performansı ölçülürse ölçülsün, getirinin ölçülme yöntemleri riskin doğası ve ölçülme yöntemleri üzerinde tam bir açıklık sağlanması üretilen sonuçların sağlıklılığı açısından çok önemlidir.⁴⁷

Bir portföyün performansı genel olarak üçer aylık, aylık veya haftalık dönemler itibarıyla geçmiş performansa bakılarak ölçülebilmektedir. Bir yatırımın getirisinden bahsedildiğinde anlaşılan onun bir dönemlik getirisidir. Dönem getirisi kısaca bir yatırım için yapılan her bir YTL lik yatırıma karşılık elde edilen gelirdir. Yatırımın geliri; yapılan yatırımın yatırım dönemleri içinde sağlayacağı nakit akışının dışında sermaye kazançlarını da içermektedir. Hisse senetleri için dönemsel nakit akışı temettü gelirleridir ve tahvil, bono için faiz gelirleridir.

Bir portföyün getirisi, bir önceki döneme göre portföy değerindeki artış oranı ile ölçülmektedir. En basit şekliyle bir menkul kıymetin, ya da portföyün getirisini değerlendirme dönemi sonundaki değeri ile, dönem başı değerinin farkının, değerlendirme dönemi başındaki değerine oranı olarak ölçülebilmektedir. Ancak, bu şekilde genellikle dönem içinde nakit girişi ve çıkışı olmayan portföyler için uygun olabilecektir. Oysaki yönetilen portföylerde dönem içinde çeşitli miktarlarda nakit girişi ve çıkışı olmaktadır. Performans değerlemede ilk aşamayı oluşturan getiri oranının ölçülmesinde temelde iki yöntem kullanılmaktadır.

- Değer ağırlıklı getiri oranı (DAGO)
- Zaman ağırlıklı getiri oranı (ZAGO)

1.2.2.2.1.1. Zamanla ve değerle ağırlıklandırılmış getiri oranı

Performans ölçümünde ilk aşamayı oluşturan getiri oranının ölçülmesinde Değerle veya TL ile ağırlıklandırılmış getiri oranı (DAGO), ya da Zamanla Ağırlıklandırılmış Getiri Oranı (ZAGO) yöntemlerinden biri kullanılabilir.

⁴⁷ Argun A. Karacabey, **A tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi** (Ankara Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları:21, Aralık 1998), s.92.

Yatırımın getirisi hesaplanırken dış nakit akışının gerçekleşmediği durumda ZAGO ve DAGO değerleri birbirine eşit olacaktır.⁴⁸ Bu durumda portföyün getirisi “Basit Getiri Oranı” ile hesaplanır. Basit getiri aşağıdaki gibi formüle edilmektedir;

$$\text{Dönem süresince kazanılan getiri oranı} = (DSPD - DBPD) / DBPD$$

Burada:

DSPD = Dönem sonu portföy değerini

DBPD = Dönem başı portföy değeri' ni göstermektedir.

Basit getiri oranı, portföyün piyasa değerindeki değişiklik değerinin (DSPD-DBPD) portföyün dönem başındaki piyasa değerine bölünmesiyle bulunur. DSPD ve DBPD portföyün piyasa değerleridir. DSPD, dönem süresince kazanılan gelirleri (temettü,faiz), DBPD ise, önceki dönem içinde kazanılan gelirleri içerir. Bu formülle, portföy değerindeki büyüme ve küçülmeyi, hem sermaye kazancı hem de gelir unsurunu dikkate alarak portföyün başlangıç değerine oranlamak suretiyle ölçer. Ancak, bu formülde nakit giriş çıkışlarının dikkate alınmaması yanıltıcı sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda, portföyün getirisinin ölçülmesinde en doğru yaklaşım nakit hareketinin olduğu gün, portföyün piyasa değerinin ölçülmesidir. Zaman ağırlıklı getiri oranı portföyün gelecekteki değerinin tahmin edilmesinde çok daha iyidir.⁴⁹ Alt periyotlar * için basit getiri oranının hesaplanması, ancak, söz konusu getiri oranlarının geometrik olarak birleştirilmesini ** zorunlu kılmaktadır.

⁴⁸ Ashland “The Verifier” Winter 2007 page:2 www.google.com.tr 2008.

⁴⁹ Lee Stephen ve Stevenson Simon, **Time Weighted Portfolio Optimisation** Department of Land Management and Development, Faculty of Urban and Regional Studies June, 2001 <http://www.ucd.ie/gsb/Banking-Finance/staffss.htm>.2004.

* İki nakit hareketi arasındaki dönem

** Her bir alt devrenin getirisinden hareketle bileşik getiri oranı hesaplanır. Bu sayede daha hassas bir sonuç elde edilir. Bu yöntemde yeniden yatırım yapıldığı varsayılmaktadır.Yani birinci periyot sonunda elde edilen getirilerin ikinci periyotda yeniden yatırılacağı varsayılmaktadır. Böylece birinci periyotta yapılan yatırım (1+yatırımın birinci periyottaki getiri oranı) ile çarpılırken, ikinci periyotta yapılan yatırım (1+ yatırımın ikinci periyottaki getiri oranı ile çarpılacaktır. Formülle ifade edilirse;

$$r_G = [(1+r_1)(1+r_2).....(1+r_n) -1]$$

Burada:

r_G =Geometrik getiri oranını

r_n = Her bir periyotun getirisini göstermektedir.

Bu şekilde hesaplanan getiri, geçmişe ait getirilerin ölçülmesinde oldukça kesin sonuçlar vermektedir. Ancak,, bu yöntem geleceğe ait getirilerin tahmininde aynı başarıyı sağlayamamaktadır.

a) Nakit Akış Tarihleri Baz alınarak Alt Periyotlara Ayırma

ZAGO hesaplanırken ilk adım hesaplamaya esas alt periyotların bölümlendirilmesidir. Alt periyotlar nakit akışı olduğu tarihlere göre ayrılır. İkinci adımda ise, nakit akışı meydana gelmeden hemen önceki portföy değerinin belirlenmesidir. Eğer, nakit akışının sabah gerçekleştiği farz ediliyorsa, portföye nakit giriş/çıkış tarihi olarak bir önceki gece portföyün değeri kullanılır.⁵⁰

Tablo 1: ZAGO Hesaplanırken Alt Periyotların Bölümlendirilmesi

Tarih	Sabah Portföy Değeri	Nakit Akışı	Günün Sonunda Portföy Değeri
31.5			1000
9.6			1100
10.6	1100	200	
19.6.			
20.6.	1200	(100)	
30.6.	1200		1200

Kaynak: Bruce J.Feibel, Investment Performance Measurement, John Wiley & Sons, Inc. 2003, s. 47.

Bu durumda iki adet nakit akışı ve üç adet alt periyot vardır.

1. alt periyot; 31.5 - 10.6 gün sonu
2. alt periyot ; 10.6 - 19.6 gün sonu
3. alt periyot; 20.6 - 30.6 gün sonu

b) Alt Periyot Getirilerini Hesaplama

Alt periyotlar belirlendikten sonra, bu periyotlar için getiri hesaplanmalıdır. Aşağıdaki örnekte nakit akışının yönetici kontrolünde (örneğin, emeklilik fonlarına girişler aylık ödemeler şeklinde olacağından yönetici nakit girişlerinin zamanını bilirken, yatırımcının portföye ne zaman katkı sağlayacağını bilemiyebilir.) ve nakit

⁵⁰ Bruce j.Feibel, **Investment Performance Measurement** (John Wiley & Sons, Inc., 2003), s.47.

akışlarının sabah gerçekleştiği varsayılmaktadır. Dolayısıyla dönem getirisi hesaplanırken, nakit giriş ve çıkışları formülün paydasında yer alacaktır.⁵¹

$$\text{Dönem Getirisi} = \frac{\text{DSPD}}{\text{DBPD} + \text{Net Nakit Girişi/Çıkışı}}$$

Tablo 2: Alt Periyot Getirisinin Hesaplanması

	A	B	C	D	E	F	G
1	Alt periyot	GA	DBPD	CF	DSPD	Getiri%	Büyüme%
2	1	31.5/10.6	1000	0	1100	10,00	1,10
3	2	10.6/20.6	1100	200	1200	-7,69	0,92
4	3	20.6/30.6	1200	(100)	1200	9,09	1.09
5							
6							

Kaynak: Bruce J.Feibel, Investment Performance Measurement John Wiley & Sons, Inc.,2003, s. 48.

$$\begin{aligned} 1. \text{ alt dönem getirisi} &= [1100/1000 - 1] \times 100 \\ &= 10 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 2. \text{ alt dönem getirisi} &= [1200/(1100 + 200) - 1] \times 100 \\ &= - 7,69 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 3. \text{ alt dönem getirisi} &= [1200/(1200 - 100) - 1] \times 100 \\ &= 9,09 \end{aligned}$$

Görüldüğü gibi, üç alt dönem için hesaplanan dönem getirileri %10, -%7, 69, %9,09 olarak bulunmuştur.

⁵¹ Feibel a.g.e, s.46-47-48.

c) Alt Periyot Getirilerinin Birleştirilmesi

Birikimli getiri oranını elde etmek için, alt dönemlerin getiri oranlarını ilişkilendirmek gerekir. Bu bağlamda daha önce anlatıldığı üzere her bir alt dönemin getirilerinin geometrik olarak birleştirilmesi gerekir.⁵²

$$ZAGO = [(1 + 0,10) \times (1 + (-0,0769)) \times (1 + 0,0909) - 1] \times 100 = \%10,77$$

Getirilerin bu şekilde hesaplanması portföye giren/çıkan nakit akışlarının etkisini tamamıyla yok etmektedir. Dolayısıyla, ZAGO uygulaması yöneticilerin performanslarının karşılaştırılmasına olanak sağlayacaktır. Yukarıda verilen Tablo 2'deki veriler yardımıyla alt periyot getirileri hesaplanarak, nakit akışlarının etkilerinin ZAGO yönteminin uygulanması ile en aza indirildiği ve doğruya en yakın sonuçların elde edilebileceği görülmektedir.⁵³

Bazı durumlarda, portföy yöneticisi nakit akış zamanlamasında takdir yetkisine sahiptir.

Günlük değerlemeye dayanan zaman ağırlıklı ortalama kullanıldığında nakit akışlarının gün başında veya gün sonunda yapıldığı kabul edilir. Tablo 3 de her iki durum için nakit akışları olan bir portföyde ZAGO hesaplaması gösterilmiştir.⁵⁴

⁵² Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J.Marcus J, **Investments**, (Irwin McGraw-Hill Book Co.,1999), s.749.

⁵³ Ashland, **a.g.e.**, s.2.

⁵⁴ SPK "Performans Sunum Standartlarına İlişkin Tebliğ Değişikliği Çerçevesinde Yapılması Gereken İşlemler" file://A:\Sermaye Piyasası Kurulu1.htm 2005.

Tablo 3:Gün Başında ve Gün Sonunda Gerçekleşen Nakit Akışları Olan Bir Portföyde ZAGO Hesaplaması

Tarih	Önceki Gün Sonu Piyasa Değeri	Nakit Girişi (Gün başı)	Nakit Girişi Sonrası Piyasa Değeri	Gün Sonu Piyasa Değeri	Günlük Getiri Oranı	Geometrik Birleştirilmiş Getiri Oranı
01/06/2003	0	2000	2000	1940	(1940/2000) -1 = -0,03	[1+(-0,03)]
02/06/2003	1940	55	1995	2025	(2025/1995) -1 = 0,015	[1+(-0,03)]x[1+0,015]
03/06/2003	2025	-105	1920	1960	(1960/1920) -1 = 0,0208	[1+(-0,03)]x[1+0,015]x[1+0,0208]
04/06/2003	1960	-53	1907	1950	(1950/1907) -1= 0,022	{[1+(-0,03)]x[1+0,015]x[1+0,0208]x[1+0,022]-1} = 0,0271

Tarih	Önceki Gün Sonu Piyasa Değeri	Gün Sonu Piyasa Değeri	Nakit Girişi (gün sonu)	Nakit Girişi Sonrası Piyasa Değeri	Günlük Getiri Oranı	Geometrik Birleştirilmiş Getiri Oranı
31/05/2003	0	0	2000	2000	- = -	= -
01/06/2003	2000	1940	55	1995	(1940/2000)-1=-0,03	[1+(-0,03)]
02/06/2003	1995	2025	-105	1920	(2025/1995)-1= 0,015	[1+(-0,03)]x[1+0,015]
03/06/2003	1920	1960	-53	1907	(1960/1920)-1=0,0208	[1+(-0,03)]x[1+0,015]x[1+0,0208]
04/06/2003	1907	1950	0	1950	(1950/1907)-1=0,022	{[1+(-0,03)]x[1+0,015]x[1+0,0208]x[1+0,022]-1}= 0,0271

Kaynak: SPK Performans Sunum Standartlarına ilişkin tebliğ değişikliği hakkında duyuru Ek:1, 23.2.2005 www.spk.gov.tr

r_G = Getiri oranı ve r_n 0 alt dönem getiri oranı iken;

$$r_G = [(1 + r_1) (1 + r_2) (1 + r_3) \dots (1 + r_n)] - 1 = (0,97 \times 1,015 \times 1,030208 \times 1,022) - 1 = \% 2,71$$

Tablo 3 örneğinde, günlük nakit akışı gerçekleştiğinden, alt dönem 1 gündür ve dönem sonundaki birikimli getiri oranı % 2,71 dir. Eğer, nakit akışlarını dikkate almayan DSPD ve DBPD üzerinden basit getiri hesaplanmış olsaydı hatalı olarak 3 gün için - %2,5 lik bir getiri söz konusu olacaktır.

$$\begin{aligned}\text{Basit getiri oranı} &= \frac{1950 - 2000}{2000} \\ &= -0,025 = -\%2,5\end{aligned}$$

Sonuç olarak, Zamanla Ağırlıklandırılmış Getiri Oranı portföye yönelik fon giriş ve çıkışlarının etkisini kontrol altında tutan ve nakit hareketlerinin etkilerini getiri oranı sonuçlarından soyutlayan bir ölçüt olması nedeniyle standartlar gereği yatırım yönetiminde tercih edilen bir performans ve getiri ölçütüdür.⁵⁵

Nakit akışlarının etkisinin ortadan kaldıran Modifiye edilmiş Dietz formülü, AIMR-PPS®,⁵⁶ ve GIPS el kitabında⁵⁷ zaman ağırlıklı olarak ifade edilmiştir.

Her ne kadar GIPS standartları portföy getirisinin portföye yönelik nakit akışlarının hesaplamalar üzerindeki olumsuz etkisini ortadan kaldıran ZAGO yöntemlerinden birinin uygulanması zorunlu olmakla beraber,⁵⁸ yatırım yöneticisi, portföyünün yönetim stratejisine ve varlık sınıfının türüne bağlı olarak DAGO yöntemini de tercih edebilmektedir.

Portföye nakit akışlarının olması durumunda portföyün getirisini ölçmek kolay değildir. Örneğin, 3 aylık dönem için portföyün dönem başı değerinin 100 milyon YTL olduğu ve müşterinin 3 aylık dönem bitmeden hemen önce yatırım yöneticisine 5 milyon YTL verdiği varsayılmıştır. 3 aylık dönem sonunda portföyün piyasa değeri 103 milyon YTL olmuştur. Eğer 3 aylık getiri 5milyonluk katkı (yatırılan para) hesaba katılmadan hesaplanırsa, %3 bulunacaktır. [(103 milyon – 100 milyon) / 100 milyon] Ancak, bu sonuç 5 milyon YTL’ lik katkı nedeniyle doğru olmayacaktır. 5 milyon YTL’ lik katkı göz önüne alındığında 3 aylık dönem getirisi { [(103 milyon – 5 milyon) – 100 milyon] / 100 milyon } x 100 = - %2 dir.

⁵⁵ William F.Sharpe “ve diğerleri” **Investments** (Upper Saddle River, New Jersey Prentice Hall 07458, 1999).s.827.

⁵⁶ AIMR Performance presentation standards handbook, 1987 pages 44-47

⁵⁷ GIPS handbook, 2002, 4-2.A.1 page 3

⁵⁸ SPK tebliğ no:60, **a.g.e.**, s.298 4.bölüm

Portföye yönelik nakit giriş/çıkışları portföy getirisinin doğru ölçülmesinde önemli oranda etkilidir. Eğer dönem sona ermeden hemen önce bir katkı, ya da çekiliş gerçekleşmişse portföyün getirisi dönem sonu portföyün piyasa değeri düzeltilerek hesaplanmaktadır. Katkı yapılması durumunda, dönem sonu değeri katkı yapılan miktar kadar azalır. Portföyden çekiliş gerçekleşmişse, bu durumda portföyün dönem sonu değeri çekilen YTL tutarı kadar artacaktır.

Eğer nakit giriş/çıkışı dönem başladıktan hemen sonra gerçekleşirse, portföyün getirisi portföyün dönem başı piyasa değeri ayarlanarak hesaplanır. Katkı olması durumunda portföyün dönem başı değeri katkı tutarı kadar artacaktır. Portföyden çekiliş durumunda portföyün dönem başı değeri çekilen tutar kadar azalacaktır. Örneğin, daha önce bahsedilen 5 milyon YTL' lik katkı dönem başlangıcından hemen sonra gerçekleştiyse, 3 aylık dönem getirisi - % 1,90 { [(103 milyon – (100 milyon + 5 milyon)] / (100 milyon + 5 milyon) } olarak hesaplanacaktır.

Portföye nakit giriş/çıkışlarının olması nedeniyle ortaya çıkan güçlüklerin giderilmesinde DAGO yada İç Verimlilik Oranı Yöntemi (IRR) kullanılabilir; Örneğin, 3 aylık dönemin ortasında yapılacak 5 milyon YTL' lik nakit girişi gerçekleştiğinde aşağıdaki eşitlikte yer alan “r” değerinin bulunması ile portföyün getirisi elde edilecektir.

$$100\text{milyon} = \frac{-5\text{milyon}}{(1+r)} + \frac{103\text{milyon}}{(1+r)^2} *$$

r değeri en kolay olarak deneme-yanılma ile bulunabilir. Bulunan r değeri 3 aylık dönemin yarısı için getiri oranını verecektir. 3 aylık getiri ise;

$$= [(1+r)(1+r) - 1] \text{ ile bulunacaktır.}$$

*

$$100 \text{ milyon} \times (1+r)^2 = -5\text{milyon}(1+r) + 103 \text{ milyon}$$

$$100(1+r)^2 + 5(1+r) - 103 = 0 \quad x=(1+r) \text{ ise } 100x^2 + 5x - 103 = 0 \quad \Delta = b^2 - 4ac = 25 + 4 \times 100 \times 103 = 41225 \quad X_{1,2}$$

$$= \frac{-b \mp \sqrt{\Delta}}{2a} \text{ buradan } x_{1,2} \text{ aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;}$$

$$x_{1,2} = \frac{-5 \mp \sqrt{41225}}{200} \text{ ise } x_1 = \frac{-5 - 203,039405}{200} = \frac{-208,039405}{200} = -1,040197025 \text{ dir.}$$

$$x_2 = \frac{-5 + 203,039405}{200} = \frac{198,039405}{200} = 0,990197025 \text{ dir.}$$

$$(1+r) = x \text{ olduğundan } (1+r) = -1,040197025 \text{ ve } (1+r) = 0,990197025 \text{ bulunmaktadır.}$$

Her ne kadar ZAGO yöntemi yukarıda detaylı olarak açıklanmış olsa da DAGO ve ZAGO nun doğru karşılaştırmasını yapabilmek için, bu örneğin verilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Portföyün zaman ağırlıklı getiri oranı dönem başı ve sonu arasında nakit akışları meydana geldiğinde hesaplanmaktaydı ve ZAGO yönteminde her bir nakit akışı gerçekleşmeden önceki portföyün piyasa değeri kullanılmaktaydı. Bir önceki örnekte 3 aylık dönemin ortasında portföyün piyasa değerinin 96 milyon YTL olduğu ve 5 milyon YTL' lik katkıdan sonra portföyün piyasa değerinin 101 milyon YTL olduğu varsayılmıştır. (96 milyon+5 milyon) Bu durumda dönemin ilk yarısı için getiri -%4 bulunur. $(\frac{96-100}{100} \times 100)$ ve ikinci yarısı için de getiri % 1,98 $(\frac{103-101}{101} \times 100)$ dir.

Bu yarı dönem getirileri bulunduktan sonra 3 aylık dönem getirisi bulunan sonuçlar birbirleriyle çarpılıp ve 1 çıkarılarak bulunur. Bu işlem sonucunda 3 aylık dönem getirisi -%2,1 bulunacaktır.

$$\{ = [(1 - 0,04) \times (1 + 0,0198) - 1] \}$$

ZAGO ve DAGO nun karşılaştırılması esnasında ilk sorulacak soru portföy getirisi hesaplanırken hangi yöntemin kullanılması gerektiğidir. DAGO ne nakit akışlarının zamanını ne de miktarını hesaba katmamaktadır. Portföye farklı yatırımcıların farklı günlerde ve farklı miktarlarda yatırım yapabilecekleri ve bu yüzden nakit akışlarının zaman ve büyüklüklerindeki farklılıklardan dolayı hesaplanan DAGO değeri, AIMR açısından karşılaştırmaya uygun bulunmamaktadır.⁵⁹

Yukarıda verilmiş olan örnekte DAGO - % 1,95 bulunurken ZAGO -%2,1 hesaplanmıştır. İki yöntem arasındaki fark çok önemli görülmeyebilir. Ancak, örnekler göstermiştir ki bu gibi farklar çok büyük olabilmektedir. Bu durumu açıklayabilmek için 3 aylık dönem için dönem başı piyasa değeri 50 milyon YTL olan bir portföy varsayılmıştır. 3 aylık dönem ortasında portföyün piyasa değerinin 25 milyon YTL ye düşmüştür ve aynı zaman dilimi içinde müşteri de yatırım yöneticisine 25 milyon YTL vermiştir. 3 aylık dönemin sonunda portföyün piyasa değeri 100 milyon YTL olmuştur. Bu portföyün 3 aylık dönemin yarısı için DAGO aşağıdaki eşitlikte yer alan "r" nin hesaplanması ile bulunacaktır.

⁵⁹ David Spaulding "Is the Modified Dietz Formula Money-weighted or Time weighted ?" (The Journal of Performance Measurement Spring 2003), s.37-41

$$50milyon = \frac{-25milyon}{(1+r)} + \frac{100milyon}{(1+r)^2}$$

Bu eşitlik deneme-yanılmayla çözüldüğünde r' nin değeri %18,6 bulunacaktır. Buradan 3 aylık DAGO %40,66 dır. [= (1,186)² - 1] Bununla birlikte 3 aylık dönem getirisi ZAGO için %0 dır. Çünkü 3 aylık dönemin ilk yarısı için getiri -%50 ve 3 aylık dönemin ikinci yarısı için getiri %100 olmuştur. { [(1-0,5) x (1+1) - 1] = %0}

Bu iki getiri karşılaştırıldığında farkın oldukça büyük olduğu görülmektedir. Bununla birlikte ZAGO değeri %0, DAGO değeri %40,66 dan performans değerlendirmesi açısından çok daha anlamlıdır. Bunun nedeni 3 aylık dönem başında portföye yatırılmış olan her bir YTL üzerinden 3 aylık dönemin tamamının getirisi dikkate alınarak görülebilir. Her bir YTL, ilk alt dönemde değerinin yarısını kaybeder fakat YTL' nin kalan yarısı ikinci alt dönemde değerini iki katına çıkarır. Sonuç olarak dönem başındaki bir YTL dönem sonundaki 1 YTL ye eşit değerdedir. Portföyde %0'lık getiri yatırım yöneticisinin performansını %40,66'lık değerden çok daha doğru olarak ölçmektedir. Genel olarak portföyün getirisini ölçen DAGO portföyü değerlendirmek için uygun görülmemektedir. Bu yargının arkasındaki görüş yatırım yöneticisinin kontrolü altında olmayan nakit akışlarının zamanının ve büyüklüğünün getiriye önemli ölçüde etkilemesidir. Örneğimizde DAGO %40,66 bulunmuştur. Çünkü, müşteri raslantısal olarak portföyün değerindeki hızlı artıştan önce büyük miktarda parayı yatırım yöneticisine vermiştir. Böylece yöneticinin değil müşterinin davranışından dolayı %40,66 değeri ortaya çıkmıştır.⁶⁰

Değerle ve zamanla ağırlıklandırılmış getiri oranları, portföye yönelik nakit giriş ve çıkışların olmadığı bir ortamda birbirlerine eşittirler. Dolayısıyla, portföye yönelik nakit giriş ve çıkışların olmaması veya dönem boyunca getirinin sabit kalması söz konusu ise bahsettiğimiz iki oran birbirine eşit sonuç verecektir.⁶¹

Aslında değer ağırlıklı ve zaman ağırlıklı terimlerinden ziyade odaklanılması gereken esas nokta “ağırlık” değil nakit akışlarının getiri oranı üzerindeki etkisidir.

Standartlar ZAGO yöntemin kullanılmasını gerektirir. Çünkü;

- Dönem getirileri geometrik olarak birleştirilir ve toplam getiri elde edilir.

⁶⁰ Sharpe, a.g.e., s.826-827-828.

⁶¹ Frank J. Fabozzi, **Bond Markets, Analysis and Strategies** (New Jersey Prentice Hall International, Inc.,2000) . s.484.

- Toplam getiri portföye katkıların veya çekilişlerin zamanlamasından etkilenmez. Bu da aynı zaman döneminde yöneticilerin elde ettiği getirilerin karşılaştırılabilmesi imkânını sağlar.
- Değişken varlık seviyelerinin performans üzerindeki etkilerini ortadan kaldıran bir hesaplama imkânı sağlar.
- Bir dönem için ilk yatırım miktarının getirisini ölçer.
- Nakit akışlarının zamanlama ve büyüklüğünün getiriler üzerindeki etkisini azaltan bir ağırlıklandırma yöntemidir.
- Yöneticinin kontrolü dışında portföye giren, ya da çıkan miktara bağlı bir etki olmaksızın yöneticinin karar verme performansını daha iyi yansıtmayı hedefler.
- Nakit akışlarının büyüklük ve zamanlamasını önemsiz hale getiren Günlük değerlendirme yöntemi ve Modifiye edilmiş Dietz yöntemi bunlara örnektir.
- Bu yöntemle portföyün getirisi hesaplanırken nakit akışlarının hiçbir etkisinin olmaması ve bu nedenle esasen yönetim performansını göstermesidir.⁶²

1.2.2.1.1.1. Modifiye edilmiş (düzeltilmiş) Dietz Metodu

Modifiye edilmiş Dietz Modeli, IRR modelinde olduğu gibi, yapılan yatırımın süresi boyunca bu yatırımdan elde edilecek getiri oranına çok yakın sonuçlar elde eden, bilgisayar ortamında hesaplamaya müsait ve Peter Dietz tarafından ortaya atılmış bir yöntemdir. 2005'ten sonra kullanılması zorunlu bu yöntem zamanı ağırlıklandırır ve portföyün günlük olarak veya her nakit akışı meydana geldiğinde değerlendirilmesine ihtiyaç göstermez. Model yatırımın performansını ortaya koyan ortalama getiri oranının yatırımcıya bilgi olarak sunulmasını sağlar.

Model içindeki anahtar değişkenler: Dönem başı piyasa değeri, Dönem sonu piyasa değeri, gelir, yeniden yatırım yapılanlar, periyot süresince meydana gelen nakit akış miktarı ve ağırlık faktörüdür. (portföyün periyotlarındaki toplam gün sayısı -nakit giriş ve çıkışları arasındaki gün sayısı-)

⁶² David Spaulding "Performance Perspective with David Spaulding" Volume 1-Issue 12 August 2004 <http://www.spauldinggrp.com/Aug04NL.pdf> 2005.

Modifiye Edilmiş Dietz modelinin en önemli avantajı şudur; bu metot, her bir nakit akışının olduğu gün için portföyün piyasa değerinin yeniden belirlenmesini gerektirmez. Modelin en önemli dezavantajı ise, zaman ağırlıklı getiri oranı kadar doğru tahminler yapılamamasıdır. Doğru olmayan tahminler müşterinin hesaplarından gerçeğinden daha fazla getiri görünmesine neden olabilir. Bu modelin benimsenmesindeki amaç, nakit akışlarının portföy getirisi üzerindeki etkilerinin en aza indirilmesi veya ortadan kaldırılmasıdır. Bu amaç Dietz metodunun zaman ağırlıklı olarak benimsenmesinde etkili olmuştur. Dietz metodu kısa zaman aralıklarıyla portföyün değerlendirilmesinde daha doğru sonuçlar elde edilmesi açısından gerekliliktir. Dietz metodunda, portföye her hangi bir nakit girişi, ya da çıkışı gerçekleştiğinde yeniden değerlemenin yapılması gerekmediği öne sürülmektedir. Bu şekilde nakit akışlarının zamanlamasıyla ilgili tahminler yapmak gerekmeyecektir ve getiri oranını hesaplamak kolaylaşacaktır.⁶³

Modifiye edilmiş Dietz motodu alt periyotlar süresince meydana gelecek nakit akışlarının ağırlıklandırılmasını ifade etmektedir.

Genellikle Modifiye edilmiş Dietz metodunun, ZAGO ve iç verimlilik oranının ise, DAGO olduğu üzerine tartışmalar söz konusudur. Oysa ki, Modifiye edilmiş Dietz metodunun her ikisinin kombinasyonu olduğu çünkü, hesaplamanın ilk kısmının DAGO olduğu ama elde edilen getiri oranlarının geometrik olarak birleştirilmesinin ZAGO olduğu söylenebilir.⁶⁴

Yönetici tarafından kontrol edilemeyen ödenmiş sermaye ve işletmeden çekilen para veya varlıkların etkilerine izin vermediği için diğer yöneticilerin performanslarının karşılaştırılmasında Dietz metodun kullanılması daha az uygundur.⁶⁵

$$ROR = \frac{EMV - BMV - (GN + \dot{C}N)}{BMV + /- DNA} \times 100$$

EMV = Dönem sonu menkul kıymet veya portföyün piyasa değeri,

⁶³ Peter Dietz and Jeannette R.Kirschman “Evaluating Portfolio Performance” **Managing Investment Portfolios-A Dynamic process** editör John Maginn, Tuttle Donald (Warren,Gorham&Lamont 1983) page 622

⁶⁴ AIMR Performance Presentation Standards handbook The Adition of Venture Capital and Private Equity Provisions and Guidance to the Global Investment Performance Standards” 1987 s.5 ve 66.

⁶⁵ Insight Comprehensive Investment Management Solution “Sample Quarterly Review” http://www.cifunds-com/insightc/personel_rates.htm 2007.

BMV = Dönem başı menkul kıymet veya portföyün piyasa değeri (dönem başı piyasa değeri periyottan önceki son piyasa değeridir.),

Düzeltilmiş nakit akımı(DNA) = Portföye giren ve çıkan nakit akışlarının ağırlıklı toplamı,

ROR = Performans ölçümü yapılan periyot için getiri oranı,

GN = Giren Nakit,

ÇN = Çıkan Nakit,

Ağırlıklandırma faktörü ; $\frac{CD - D}{CD}$

CD = Periyottaki günlerin sayısı

D = Periyot başından nakit akışı gerçekleşene kadar geçen gün sayısı

Yukarıdaki formülün kullanılmasıyla ilgili şöyle bir örnek verilebilir.⁶⁶

31/12 1996	EMV	1 000 000	YTL
05/01 1997	GN	100 000	YTL
10/01 1997	ÇN	(215 000)	YTL
21/01 1997	GN	60 000	YTL
31/01 1997	EMV	1 080 000	YTL dir. Buna göre;

Tablo 4: Modifiye Edilmiş Dietz Metodu ile Nakit Akışlarının Ağırlıklandırılması

05/01 1997	100.000	26/31	83.871
10/01 1997	(215.000)	21/31	(145.645)
21/01 1997	60.000	10/31	19.355
Toplam	(55.000)		(42.419)

31.12.1996 dönem başı alınmıştır. Tablo 4' de ilk nakit girişi 05.1.1997 tarihinde gerçekleşmiştir. Periyottaki (31.12.1996 – 31.01.1997) gün sayısı 31 gündür. 100.000 YTL' lik nakit girişi 05.1.1997 tarihinde gerçekleştiğine göre ağırlıklandırma faktörümüz (31-5/31) 0,8387096 olmaktadır. 100.000 YTL' lik nakit girişinin

⁶⁶ Aksel, a.g.e., s.44.

ağırlıklandırılmış değeri 83.871 YTL olacaktır. Diğer nakit giriş/çıkışları için benzer hesaplamalar yapıldıktan sonra ROR elde edilebilecektir.

$$\begin{aligned} \text{ROR} &= \frac{1.080.000 - 1.000.000 + 55.000}{1.000.000 - 42.419} \\ &= \frac{135.000}{975.581} \times 100 \\ &= \% 14 \end{aligned}$$

Modifiye Edilmiş Dietz Modeli ile ilgili diğer bir örnek şöyle verilebilir.⁶⁷

Örneğin her ayın 15 inde 300 birim değerinde fon satın alan tedbirli bir X yatırımcısı dönem başında 10.000 birimlik yatırım fonuna sahip olsun. Basında yayımlandığına göre bu fon yılda %13 büyümektedir. Ancak, X yatırımcısı fona düzenli katkılar yaptığı için onun gerçek kazancı %13 olmayacaktır. Ocak ayı sonunda, X yatırımcısının fonunun piyasa değeri 10.606,66 birimdir. X yatırımcısının her ay fona 300 birimlik katkı yaptığı göz önüne alınırsa, gerçek büyüme 306,66 birim olmalıdır. Ancak,, X yatırımcısının aylık getiri oranı %3,06 değildir.(10.000 birim de %3,06 ile büyümenin 306 birim olduğu sonucu çıkarılabilir.) X yatırımcısının getiri oranı yapmış olduğu katkılar nedeniyle aldatıcı sonuçlar vermektedir. 306 birimlik büyüme fona yeni katkılar vasıtasıyla gerçekleşmiştir. Her ay için Modifiye Edilmiş Dietz Metodunu uygulayarak X yatırımcısının 1 yıllık kişisel getiri oranı hesaplanmalı ve birikimli getiri oranını elde edebilmek için daha sonra aylık getiri oranları birleştirilmelidir.

Aşağıdaki adımlar izlenerek, X yatırımcısının her bir aylık kişisel getiri oranı şu şekilde hesaplanabilir:

i. Adım: Dönem sonu piyasa değerinden dönem başındaki piyasa değeri çıkarılıp bulunan değerden ay içinde gerçekleşen net nakit akışı toplamı çıkarılmalıdır.

X yatırımcısının durumu: 10.606,66 – 10.000 = 606,66

606,66 - 300 = 306,66 birimdir.

ii. Adım: Ay içinde gerçekleşen nakit akışlarının zaman ağırlıklı yekünü hesaplanmalıdır.

⁶⁷ Örnek, The Investment Funds Institute of Canada (Kanada Yatırım Fonları Enstitüsü) (IFIC) yayınından alınmıştır.

Her bir nakit akışı daha önce de anlatıldığı üzere ağırlıklandırılmalıdır. Ay içindeki toplam gün sayısından nakit akışlarının meydana geldiği günden periyot sonuna kadar kalan gün sayısı çıkarılarak ay içindeki toplam gün sayısı sonuca bölünür. Böylece X yatırımcısının durumunda ilk katkı,

$$31-15 = 16 \text{ gün}$$

Ağırlıklandırma faktörü $16/31 = 0,516$ olur. Fona giren nakit akışı ile ağırlıklandırma faktörü çarpıldığında;

$$300 \times 0,516 = 154,84 \text{ birim bulunur.}$$

iii. Adım: Bu adımda ay başındaki piyasa değeri 10 000 birime, aylık zaman ağırlıklı nakit akışı yekünü 154,84 birim ilave edilmelidir.

$$10\ 000 + 154,84 = 10\ 154,84 \text{ birimdir.}$$

iv. Adım: X yatırımcısının bu yatırımından aylık getiri oranını bulmak için formül, birinci adımda bulunan sonuç 306,66 birimi üçüncü adım sonucu 10 154,84 birime bölmek gerekir. X yatırımcısının ilk ay için kişisel getiri oranı %3,02 dir. Sonraki her ay için aynı formül kullanılarak ve 306,66 birimlik dönem başı piyasa değeri ile diğer aylar hesaplanır.

Aylık getiriler birleştirilip aşağıdaki formülle ilişkilendirilerek, X yatırımcısının 1 yıllık kişisel getiri oranına ulaşılır:

i. Adım: Her bir ayın getirisine 1 ilave edilerek daha sonra 12 (1 yıldaki ay sayısı) sonuç ile çarpılır.

ii. Adım: Çarpım serisi tamamlandığında elde edilen değer 1' den çıkarılarak 100'le çarpılır. Böylece X yatırımcısının 1 yıllık getiri oranı bulunur..

Örneğin, X yatırımcısının ilk ay getiri oranı % 3,02 dir. İkinci ay - %13,9 ise. buradan,

$$[(1+ \%3,02) \times (1- \%13,9) \times (1 + 3.\text{ayın getirisini}) \dots \dots (1+ 12.\text{ayın getirisini}) -1] \times 100 = \%11,2$$

X yatırımcısının 1 yıllık kişisel getiri oranına ulaşılır.

1.2.2.1.1.2. Modifiye edilmiş BAI (Bank Administration Institute) ve günlük değerlendirme metodu

Modifiye edilmiş BAI ve günlük değerlendirme metodlarının kullanımını açıklayan bir örnek şu şekilde geliştirilebilir. Örneğin bir yatırımcının yatırım fonunda hesabının olduğu ve fon içine her ay 100 YTL ilave edildiği Ancak, 23 Mart tarihinde 5 000 YTL lik bir nakit çıkışı gerçekleştiği varsayılmaktadır. Bu yatırımcıya ait veriler Tablo 5’de gösterilmektedir. Sonuçlar 7 aylık dönem üzeri için hesaplanmıştır. Tablo 6 ve Tablo 7 ise, aynı yatırımcı için BAI ve günlük değerlendirme metoduyla çözümleme gösterilmektedir.

Tablo 5: Portföy Değerinin Hesaplanması

	Açıklama	YTL Miktarı	Fiyat	Alınan Hisseler	Toplam Hisse Sayısı	Değeri
Ocak 1	Bakiye		YTL 7,00		1.080, 011	YTL 7.560,08
Ocak 3	Satın alma	100	YTL 7,00	14,286	1.094, 297	YTL 7.660,08
Şubat 1	Satın alma	100	YTL 7,91	12,642	1.106, 939	YTL 8.755,89
Mart 1	Satın alma	100	YTL 7,84	12,755	1.119, 694	YTL 8.778,40
Mart 23	Likit çekilen	5 000	YTL 8,13	(615,006)	504, 688	YTL 4.103,11
Nisan 3	Satın alma	100	YTL 8,34	11,990	516, 678	YTL 4.309,09
Mayıs 1	Satın alma	100	YTL 9,00	11,111	527, 789	YTL 4.750,10
Haziran 1	Satın alma	100	YTL 9,74	10,267	538, 056	YTL 5.240,67
Temmuz 3	Satın alma	100	YTL 9,24	10,823	548, 879	YTL 5.071,64
Ağustos 1	Satın alma	100	YTL 9,84	10,163	559, 042	YTL 5.500,97

Ağustos 1 değeri hesaplama $559,042 \times 9,84 = \$ 5.500,97$

Kaynak: Strong A Robert, Practical Investment Management, Thomson South-Western, Third Edition 2004, s.514

BAI metodu, Zaman Ağırlıklı Getiri Oranından ziyade Değer Ağırlıklı Getiri oranına güvenen yatırımcılar, yatırım fonları yöneticilerinin performanslarının değerlendirilmediği ve yatırım fonlarının yükseldiği ortamı tanımlayan Peter Dietz’in çalışmalarını temel almıştır.

1971’de Amerikan Yatırım Birliği (Investment Council Association of America) (ICAA) ve 1972’de İngiliz Yatırım Analistleri Topluluğu (UK Society of Investment Analysts) BAI’nin standartlarına benzer standartlar önermişlerdir. Tüm bu standartlarla portföy yöneticileri tarafından değerlendirilmede zaman ağırlıklı getiri oranının kullanılması tavsiye edilmektedir.⁶⁸ Portföye giren veya çıkan nakit akışlarını ve miktarlarını birlikte dikkate alan yöntemlerden biri olan Modifiye edilmiş BAI metodu iç verimlilik oranına benzetilmektedir.

BAI metoduna göre portföyün dönem sonu birikimli değeri, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır. Bu hesaplama ile ilişkin örnek tablo 6’ de verilmiştir.

$$MVE = \sum_{i=0}^n F_i (1 + R)^{W_i}$$

F_i= Periyot süresince nakit akışları miktarı (portföye giren/çıkan nakit akışları için zıt işaretlerle ifade edilir.)

MVE=Periyot sonundaki piyasa değeri, birikimli geliri içerir.

$$W_i = \frac{CD - D_i}{CD}$$

CD=Periyottaki toplam gün sayısını

D_i= F_i nakit akışlarının meydana geldiği periyodun başlangıcından itibaren gün sayısını göstermektedir.

Problemin düzenlenmesi için değişik nakit akışları arasında takvim günlerine göz atmak gerekebilir. Tablo 6’de bunu görebiliriz. Tablo 6 faiz oranının %42,1 kullanımını göstermektedir. F_i nakit akışları portföyün son değerine yaklaşık olarak eşittir. Çözümüne basitçe ulaşmanın yolu deneme yanılma yöntemiyledir.⁶⁹

Çok büyük rakamlara ulaşabilen portföylere nakit akış miktarları da büyük olacaktır. Bu durumda, rakamların büyüklüğu hesaplamalarda hata yapma olasılığını artıracaktır. Hesaplama da kullanılacak denklemin terimleri de büyük rakamlara ulaşacağından, bilgisayar ortamında etkin olarak kullanılabilen düzeltilmiş BAI metodu ile hatasız sonuçlara ulaşmak mümkün olabilecektir. Bu konuda hassasiyet çok

⁶⁸ Robert A.Strong,**Practical Investment Management** 3.Edition (Canada: South Western, Part of Thomson Corporation, 2004).s.513.

⁶⁹ Strong, **a.g.e.**, , s.514.

önemlidir. Ancak, AIMR standartları gerektiğinde makul ölçülerde yaklaşık değere izin vermektedir.

Tablo 6: Modifiye Edilmiş BAI Metod Çalışma Tablosu
(Faiz Oranı %42.1)

			Ağırlıklandırmaya esas alınan 214 gündür.	
	Gün	Ağırlık*	Nakit Akışı	(1.421) ^{ağırlık} xNakit Akışı
Ocak 1	0	1,0000	YTL 7.560,08	YTL 10.741,36
Ocak 3	2	0,9907	YTL 100	YTL 141,62
Şubat 1	31	0,8551	YTL 100	YTL 135,03
Mart 1	60	0,7196	YTL 100	YTL 128,75
Mart 23	83	0,6121	YTL (5 000)	YTL (6.199,20)
Nisan 3	94	0,5607	YTL 100	YTL 121,77
Mayıs 1	123	0,4 252	YTL 100	YTL 116,11
Haziran 1	153	0,2850	YTL 100	YTL 110,53
Temmuz 3	185	0,1355	YTL 100	YTL 104,87
Ağustos 1	214	0,0000	YTL 100	YTL 100
			Toplam	YTL 5 500.84

Kaynak: Strong A Robert, Practical Investment Management, Thomson South-Western, third edition 2004, s.515.

Ağırlık* CD-D/CD ile elde edilmiştir.

Modifiye edilmiş BAI metodu yoluyla performans değerlendirmesi bilgisayar gerektirir. Çok terimli ifadeler kolaylaştırılsa bile, tamamen karmaşık olabilir ve zaman alıcıdır. Harcanan zaman açısından lotus 1-2-3- gibi tablolama programıyla veya Microsoft Excel ile yapılması çok daha iyi olacaktır. BAI metodu akademisyenler tarafından bilimsel olarak da onaylanmıştır.⁷⁰

Diğer bir yöntem ise, günlük değerlendirme metodudur ve (DVM) tam olarak zaman ağırlıklı getiriye hesaplar Ancak, kullanışsızdır. Çünkü, her bir nakit akışı meydana geldiğinde portföyün yeniden değerlendirilmesini gerektirir. Nakit akışları kâr payı, faiz, nakit şeklinde olabilir, ya da fondan çekilişler olabilir. Bu metot kullanışsız olmasına rağmen tercih edilen bir metottur.

Günlük değerlendirme metodu aşağıdaki eşitlik yardımıyla ile hesaplanır. Bu hesaplama ile ilişkin örnek tablo 7’ de verilmiştir.

$$R_{\text{günlük}} = \prod_{i=1}^n \frac{MVE_i}{MVB_i} - 1$$

⁷⁰ Government Petroleum Fund “Performance measurement methodology” <http://www.norges-bank.no/pages/articles-41671.aspx> 27.08.2007.

Burada:

$MVE_i = i$ dönem içinde meydana gelen nakit akışlarından önceki fakat dönem için hesaplanan birikimli getirinin dahil edildiği i dönem sonunda portföyün piyasa değeri

$MVB_i =$ Birikimli getirinin ve bir önceki alt periyot sonunda meydana gelen nakit akışlarının dahil edildiği i dönem başındaki portföyün piyasa değeri⁷¹ni göstermektedir.

Tablo 7: Günlük Değer Çalışma Tablosu

	Altperiyot	MVB	Nakit Akışı	Son Değer	MVE	MVE/MVB
Ocak 1				YTL 7.560,08		
Ocak 3	1	YTL 7.560,08	YTL 100	YTL 7.660,08	YTL 7.560,08	1,0
Şubat 1	2	YTL 7.660,08	YTL 100	YTL 8.755,89	YTL 8.655,89	1,131
Mart 1	3	YTL 8.755,89	YTL 100	YTL 8.778,40	YTL 8.678,40	0,991
Mart 23	4	YTL 8.778,04	YTL (5 000)	YTL 4.103,11	YTL 9.103,11	1,037
Nisan 3	5	YTL 4.103,11	YTL 100	YTL 4.309,09	YTL 4.209,09	1,026
Mayıs 1	6	YTL 4.309,09	YTL 100	YTL 4.750,10	YTL 4.650,10	1,079
Haziran 1	7	YTL 4.750,10	YTL 100	YTL 5.240,67	YTL 5.140,67	1,082
Temmuz 3	8	YTL 5.240,67	YTL 100	YTL 5.071,64	YTL 4.971,64	0,949
Ağustos 1	9	YTL 5.071,64	YTL 100	YTL 5.500,97	YTL 5.400,97	1,065

$MVE/MBV = 1,407$; $R = \% 40,7$

Kaynak: Strong A Robert, Practical Investment Management, Thomson South-Western, third edition 2004, s.515.

1.2.2.3. Portföy grubu getirisinin ölçülmesi

AIMR, portföy grubu getirilerini hesaplarken, firmaların yanıltıcı olmayan, tutarlı olarak uygulayacakları ve getirinin doğru ve adil olarak hesaplandığı bir yöntemi tercih ettikleri sürece alternatif formülleri kullanabileceklerini belirtmektedir.

Portföy grubu getirisi, portföy grubunu oluşturan tüm portföy getirilerinin ağırlıklı ortalamasıyla bulunur.

Her dönem için portföy grubunu oluşturan portföylerin listesi bir kere tanımlandıktan sonra portföy grubu getirisi hesaplanabilmektedir. Hesaplanan dönem için her bir portföy grubunda yer alan portföylerin her biri için tek bir dönem getirisi

⁷¹ Strong, a.g.e., s.513.

hesaplanmalıdır. Tek bir dönem portföy grubu getirilerinin kümülatif ve yıllık hale getirilmiş çoklu dönem getirilerine dönüştürülmesi gerekir. Tek dönem getirisinin dönem uzunluğu en azından aylık olmalıdır. Standartlar 1 ay yerine daha sık değerlendirilmesi konusunda yeniden düzenlenmeler yapılmasına açıktır. Fonun getirisini belirleyebilmek için portföy grubu getirileri aylık dönemden daha kısa süreler için hesaplanabilir. Örneğin, portföy performansını günlük bazda hesaplayarak ve daha sonra portföy grubunun getirisinin hesaplanmasında bir girdi olarak kullanıp bu günlük getirilerin geometrik olarak birleştirilmesiyle aylık getiri hesaplanabilir.

Portföy grubunda yer alan her bir portföyün getirisi varlık büyüklüğü ile ağırlıklandırılır. Dolayısıyla, daha büyük portföyler portföy grubu getirilerinin içinde daha küçük portföylerin getirisine göre daha büyük etkiye sahiptir. Portföy grubunun tek bir dönem ağırlıklı varlık getirisini hesaplamak için iki yöntem vardır. Kümülatif (birikimli) varlık ağırlıklı getiri ve ağırlıklı ortalama varlık ağırlıklı getiri yönetimleri;

Tablo 8: Portföy grubu getirisi hesaplanması

Portföy grubunda içerilen portföyle	KAS Dönem başı piyasa değeri	IM Getiri	ARA Dönem başı piyasa değeri	LIK Getiri	KASIM VE ARALIK Getiri
1	276,2	21,72	308,8	0,94	22,86
2	263,9	11,40	294,7	-8,88	1,51
3	264,3	19,66	220,0	11,79	33,77
4	125,9	10,37	129,8	-4,54	5,36
5	18,6	7,77	18,8	7,34	15,68
6	-	-	499,6	7,44	7,44
7	124,2	3,43	-	-	3,43
8	89,4	0,94	90,2	0,94	1,89
9	93,9	13,50	87,2	-7,10	5,44
10	26,5	0,58	24,2	-8,88	-8,35

Tablo 8' de Kasım ve Aralık getirileri hesaplaması şu şekildedir; Kasım ayı 10 nolu portföyün getirisi 0,58 ve Aralık ayı 10 nolu portföyün getirisi birleştirilmiştir. $\left[\left(1 + \frac{0,58}{100} \right) \left(1 + \frac{-8,88}{100} \right) - 1 \right] \times 100$ kümülatif getiri -8,35 dir.

Kümülatif varlık ağırlıklı getiri

Kümülatif portföy grubu yöntemini kullanırken ilgili portföy grubundaki portföyler ve nakit akışları bunlar sanki tek bir portföy içinde elde tutulmakta ve işlem görmekte oldukları varsayılarak ele alınır ve birleştirilir. Getiri hesaplaması ZAGO veya DAGO kullanılarak yapılır. Portföy grubundaki portföylerin getirilerinin hesaplanmasında nakit akışları dikkate alınarak geometrik olarak birleştirildikten sonra hesaplama prosedürü bir dönem portföy getirisinin hesaplanmasında olduğu gibidir. Tablo 8' de Kasım dönemi için örneğimizde portföy grubu bileşenlerinin listesindeki 10 portföyün her biri için hesaplanan getiri geometrik olarak birleştirilebilir. Kasım ayında portföy grubunda yer alan portföylerin getirileri Modifiye edilmiş Dietz yöntemiyle hesaplanır. Kümülatif yöntem ağırlıklı getirinin hesaplanmasını sağlar. Çünkü daha küçük portföylerin piyasa değerleri toplamı portföy grubu getirileri üzerinde daha büyük fonlara göre daha az etkiye sahip olmaktadır.

Ağırlıklı ortalama varlık ağırlıklı getiri

Tek bir döneme ait getiri hesaplamasında daha yaygın olarak kullanılan yöntem, ağırlıklı ortalama varlık ağırlıklı getiri yöntemidir. Bu yöntemde her bir portföyün bireysel olarak getirisi ağırlıklandırılmaktadır. Ağırlıklandırma portföyün içerdiği varlıkların toplam piyasa değerleri kullanılarak gerçekleştirilir. Getirilerin ağırlıklandırılması için kullanılan piyasa değerleri aşağıdaki iki seçenektен biriyle belirlenir;

- dönem başındaki piyasa değerleri
- portföyün dönem başı piyasa değerine dönem içinde gerçekleşen ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarının eklenmesi ile

Dönem başı piyasa değeri artı ağırlıklandırılmış nakit akışı metodu ile portföy grubu getirisi (R_{BMV+CF}) aşağıdaki formülle hesaplanacaktır:

$$R_{BMV+CF} = \frac{\sum_{i=1}^n \left\{ \left(BMV_i + \left(\sum_{j=1}^m CF_{i,j} \cdot xW_{i,j} \right) \right) \cdot xR_i \right\}}{\sum_i \left(BMV_i + \left(\sum_{j=1}^m CF_{i,j} \cdot xW_{i,j} \right) \right)}$$

$CF_{i,j}$ = i portföyü (portföye para yatırılması durumunda nakit girişi, portföyden para çekilmesi durumunda nakit çıkışı) için dönem içinde meydana gelen j nakit akışıdır.

BMV_i = Portföyün dönem başı piyasa değeri

R_i = i Portföyünün getiri oranı

BMV_{toplam} = Portföy grubundaki tüm portföylerin dönem başı toplam piyasa değeri

$W_{i,j}$ = Her bir nakit akışı için ağırlıklandırma faktörünü göstermektedir.

Portföyün dönem başı piyasa değerine dönem içinde gerçekleşen ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarının eklenmesi dönem başındaki piyasa değerlerine göre daha çok tercih edilir ve daha doğru sonuçlar vermektedir. Çünkü, hesaplamada dönem içindeki nakit akışlarının etkilerini dikkate almaktadır. Örneğin, bir portföyün ayın 2.gününde getirisi çok büyük ise, portföy grubunun getirisinin hesaplanmasında portföyün dönem başı piyasa değerine dönem içinde gerçekleşen ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarının eklenmesi, dönem başı piyasa değerinin kullanılmasından daha büyük bir ağırlığa sahip olacaktır. Eğer portföy grubu bir portföyü içeriyorsa, getirinin hesaplanmasından önce tüm nakit akışlarını ve portföy grubunun içerdiği varlıkları birleştiren kümülatif getiri metodu olan varlık ağırlıklı yaklaşım benimsenir.

Tek bir dönemin varlık ağırlıklandırılmış portföy grubu getirisini hesaplamak için aşağıdaki adımlar takip edilmelidir;

- 1) Ya dönem başındaki piyasa değerleri, ya da portföyün dönem başı piyasa değerine dönem içinde gerçekleşen ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarının eklenmesi kullanılmalıdır.
- 2) Her bir portföyün portföy grubuna katkısını hesaplayabilmek için her bir portföyün getirileri hesaplandıktan sonra ağırlıklandırabilmek için portföyün dönem başı piyasa değeri ve portföylerin dönembası piyasa değerleri toplamı bulunmalıdır.

Portföyün dönem başı piyasa değeri üzerinden ağırlıklandırılmış portföy grubu getirisi (R_{BMV}) aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır;

$$R_{BMV} = \frac{\sum_{i=1}^n (BMV_i \times R_i)}{BMV_{Toplam}}$$

- 3) Portföyün getirisinin ağırlıklandırılması için her bir portföyün değeri toplama bölünerek hesaplanmalıdır.
- 4) Her bir portföyün portföy grubu getirisine katkısını hesaplamak üzere portföy getirilerini ağırlıklandırma faktörü ile çarpılmalıdır.

Nakit akışının dönemin son gününde meydana geldiği varsayılarak, her bir nakit akışı için ağırlıklandırma faktörü formülü aşağıdaki gibidir;

$$W_{i,j} = \frac{(CD - D_{i,j})}{CD}$$

CD = Periyottaki toplam takvim günü

$D_{i,j}$ = Portföye nakit akışının gerçekleştiği (j) ' e kadar dönem başından itibaren geçen takvim günü sayısını göstermektedir.

- 5) Portföy grubu getirisini elde etmek için bu katkılar toplanmalıdır.

Periyodik portföy grubu getirilerinin geometrik olarak birleştirilmesi gereklidir. Birden fazla alt dönem olması durumunda portföy grubu getirisini hesaplamak için toplam dönemler üzerinden portföy grubu getirisi portföy grubundaki alt dönem getirilerinin aşağıdaki formül kullanılarak geometrik birleştirilmesi yoluyla hesaplanır;

$$R_{CT} = ((1 + R_{C1}) \times (1 + R_{C2}) \times \dots \times (1 + R_{Cn})) - 1$$

R_{CT} = Toplam dönem üzerinden portföy grubunun getirisidir. R_{C1}, R_{C2}, R_{Cn} → sırasıyla 1,2,...n alt dönemler için portföy grubu getirileridir.⁷²

⁷² AIMR "Guidance Statement on Calculation Methodology (Revised)" Effective date: 1 June 2004
Adoption date: 4 March 2004 s.4-5-6.
<http://www.gipsstandards.org/standards/guidance/archive/pdf/4b.pdf> 2008.

Tablo: 9 Tek Bir Dönem İçin Portföy Grubu Getirisinin Varlık Ağırlıklı Ortalama Getirisinin Hesaplanması

Portföyler	Dönem başı piyasa değeri	KASIM		Portföy grubuna portföyün katkısı (p)
		Ağırlık	Getiri	
1	276,2	0,22	21,72	0,047
2	263,9	0,21	11,40	0,023
3	264,3	0,21	19,66	0,041
4	125,9	0,10	10,37	0,010
5	18,6	0,01	7,77	0,001
6	-	-	-	-
7	124,2	0,10	3,43	0,003
8	89,4	0,07	0,94	0,001
9	93,9	0,07	13,50	0,010
10	26,5	0,02	0,58	0,000
Portföy Grubu Toplam	1 282,90	1,00		13,60

10 nolu portföyün portföy grubuna katkısı, dönem başı piyasa değeri toplam portföy grubu dönem başı piyasa değerine bölünerek (26,5/1282,90) ağırlık 0,02 bulunmuştur. Daha sonra Ağırlık değeri 0,02 10 nolu portföyün getirisi (0,58/100) ile çarpılmış ve sonuç 0,000 bulunmuştur. Portföyün portföy grubuna katkısı, p değerleri toplamının 100 ile çarpımıdır.

Tablo 9' daki örnek portföy grubumuz için Kasım ayı varlık ağırlıklandırılmış getiri hesaplanırken ağırlıklı ortalama yöntemi kullanılmıştır. Kasım ayının portföy grubu için p değeri %13,60 dır. Kasım ayının tamamı için yönetilen portföylerin ağırlıklı ortalaması kullanılarak hesaplanmıştır.

GIPS standartları son 10 yılın veya Eğer firma 10 yıllık değilse firmanın kuruluşundan itibaren yıllık getirilerin sunulmasını zorunlu kılmıştır. Portföy grubu getirileri diğer başka kümülatif zaman aralıkları için de hesaplanabilir. Yöneticiler en yaygın olarak aylık, 3 aylık, yıllık, 3yıllık, 5 yıllık, 10 yıllık ve portföy grubunun

başlangıcından itibaren getirilerini hesaplayabilirler.1 yıldan daha uzun süreli dönemler için portföy grubu getirisi kümülatif, ya da yıllık temelde hesaplanabilir. Portföy getirilerinin ağırlıklandırılmasıyla daha büyük fonlar toplam portföy grubu getirileri üzerinde benzer getiriye sahip daha küçük portföylerin etkisinden daha büyük bir etkiye sahip olacaktır. Örneğin Aynı dönem için portföy A ve portföy B aynı getiriye sahipken, portföy A'nın dönem başı piyasa değerinin daha büyük olması halinde portföy grubunun getirisi üzerinde daha büyük etkiye sahip olacağı açıktır.

Çok dönemli varlık ağırlıklandırılmış portföy grubu getirilerini hesaplamak için her bir dönem için varlık ağırlıklandırılmış getirilerin geometrik olarak birleştirilmesi gerekir ve daha sonra Eğer gerekiyorsa yıllık hale getirilmiş ortalamaları alınarak portföy grubu için çok dönemli ağırlıklandırılmış ortalama portföy grubu getirisi hesaplanabilir.⁷³

1.2.2.3. Standartlar sistematüğinde portföy performans kavramı

Bir portföyün performansının yalnız getiri oranına dayanarak ölçülmesi mümkün değildir. Zaman zaman yatırım fonlarının getiri oranlarına göre performanslarının ölçüldüğü ve bu kritere göre sıralandığı görülmektedir. Bu sıralamaları ihtiyatla karşılamak gerekmektedir. Sıralama yalnız fonun getiri oranına göre yapılmakta, portföy yöneticisinin mahareti dikkate alınmamaktadır.

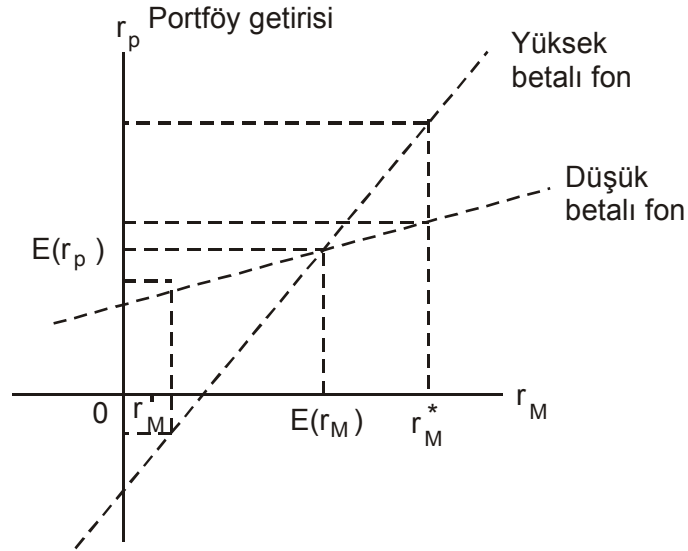
Finans dergilerinin bazılarında yatırım fonlarının sıralaması gözlemlenebilir. Sıralama daima bir önceki yıl fonun sağladığı getiri oranı temel olarak yapılmıştır. Bazen fonlar daha da önceki yıllara göre ortalama getiri oranları esas alınarak sıralanmaktadır. Yatırımcıların basında yer alan getiri oranı veya ortalama getiri oranının temel alındığı bu bilgilendirmelerde çok dikkatli olması gereklidir. Bu sıralama portföy yöneticisinin kabiliyet seviyesini esas alan bir sıralama olsa bile doğru olmaya bilir. Gerçekte getiri oranı esas alınarak sıralanan portföyün pozisyonu 1- portföyün hedef risk seviyesine, 2- gerçekleştirilenden ziyade piyasa performansına, 3- portföy yöneticisinin kabiliyet seviyesine bağlıdır.

Konuyu daha iyi açıklayabilmek için iki yatırım fonu olduğunu varsayarak, geçmiş 10 yıl içinde faaliyet gösteren bu fonlar getirilerine göre sıralanabilir. Bu fonların performansları yıldan yıla değişiklik gösterecektir. Ancak, portföy yöneticisinin

⁷³ Feibel, a.g.e., s.319-322.

yeteneği bu kadar değişkenlik göstermeyecektir. Sıralamadaki bu değişkenliğin temel nedeni fonların beta faktörlerinin ve pazar performanslarının yıllar itibariyle değişken olmasıdır.

Grafik 1: Yüksek ve Düşük Betalı Fonların Karakteristik Doğrusu



Kaynak: Robert A. Haugen., **Modern Investment Theory**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Second Edition, 1990, s.281

Grafik 1'den görülebileceği gibi iki fonun betaları farklı olduğu için piyasadaki değişimlere farklı tepki göstermektedirler. Varsayalım ki, piyasadaki yatırımcılar riske karşı duyarsızdır ve iki karakteristik doğrunun kesiştiği nokta onların beklenen getirisidir. Bu oluşan durumda her iki yatırım fonu aynı beklenen getiri oranına sahip olacaktır. $E(r_p)$. Onların beklenen getirisi aynı iken gerçekleşen getirileri hemen hemen her zaman farklı olacaktır. Ayı piyasalarında (piyasada beklenenden daha az getiri oranı söz konusuysen r_M gibi) Düşük betalı fon daha büyük getiri oranı sağlayacaktır ve birinci sırada olacaktır. Boğa piyasalarında (piyasa getirisi beklenenden daha büyükse r_M^* gibi) yüksek betalı fon en üst sırada olacaktır.⁷⁴ Göreceli getiriler ve onları esas alan sıralama yüksek oranda piyasa performansına ve göreceli betaya bağlıdır. Gerçekte bu faktörlere bağlı oldukları için yöneticilerin göreceli yeteneklerine karar vermede beta ölçütü hemen hemen faydasızdır. İhtiyaç duyulan şey, piyasa gücüne ve göreceli riske

⁷⁴ Karan, a.g.e., s.669.

duyarlı olmayan performans ölçümüdür. Ayarlanmış riske göre performans ölçümünün oluşturulmasında risk ve getiri arasındaki ilişki ve riskin doğası hakkında varsayım yapılmalıdır.

Portföylerin getiri ve risklerini beraber değerlendiren yöntemler genellikle iki ana başlık altında toplanabilir.

- Her Birim Riske Karşı Elde Edilen Getirinin Ölçülmesi
- Portföy Yöneticilerinin Seçme ve Zamanlama Yeteneklerinin Ölçülmesi⁷⁵

1.2.2.4.1. Her birim riske karşı elde edilen getirinin ölçülmesi

Portföy performansını ölçmenin en temel yöntemi her bir birim riske karşı ne kadar getiri elde edilebildiğini ölçmektir. Eğer fonun içerdiği risk karşısındaki mutlak getirisi yüksekse, diğer bir ifade ile getiri ile risk arasında oransal olarak yüksek bir ilişki varsa, adı geçen fonun yüksek performanslı olduğu kabul edilmektedir. Bir portföy yöneticisinin iki amacı olmalıdır. İlki verilen risk sınıfında ortalama üzerinde getiri sağlamak ve diğeri de çeşitlendirme ile sistematik olmayan bütün riskleri elimine etmektir. Özellikle uluslar arası sermaye piyasalarının birbirleri ile olan farklılıkları, portföy çeşitlendirmesini cazip kılmaktadır. Uluslar arası menkul kıymetlerden oluşan bir portföy ile, ulusal menkul kıymetlerden oluşan portföy arasında çeşitlendirme açısından hiçbir fark olmamakla birlikte, yatırımcıların risk ve getiri beklentilerine daha çok cevap verebilmesi açısından uluslararası çeşitlendirilmiş bir menkul kıymet portföyü tercih edilir.⁷⁶ Piyasanın en yüksek noktasını tahmin etmeye çalışan portföy yöneticisi beklenen piyasa temellerine göre portföy kompozisyonunu ayarlamaya çalışmaktadır. Böylece örneğin yükselen piyasada yüksek betalı, düşen piyasada ise düşük betalı hisse senetlerini ve para piyasası enstrümanlarını tercih edecektir. Portföy yöneticisinin dikkate alması gereken bir diğer faktör de tamamen çeşitlendirmedir. Piyasada kazanan yatırımcılar sadece sistematik riski taşımaktadır. Sistematik olmayan riskin büyük bölümü, ya da tamamı çeşitlendirme ile elimine edilebilmektedir. Böylece

⁷⁵ Robert A. Haugen, **Modern Investment Theory** Second Edition (New Jersey:Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1990), s.280.

⁷⁶ Nurhan Aydın ve diğerleri. **Finansal Yönetim** (Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F, 2001), s.221.

sistemik olmayan risk talep edilen getiri tanımlanırken dikkate alınmaz. Çeşitlendirmenin derecesine, portföy getirisi ve piyasa portföyü getirisi arasındaki korelasyona dayanılarak karar verilir.

Geçmişte portföy performansı sadece beklenen getiriye göre verilmekte iken bugün hem risk hem de getiriyi ek bir ölçü ile hesaplamak mümkündür. Çalışmamızda, geliştirilen pek çok performans ölçütü yöntemi olmasına karşın sıklıkla kullanılan ve standartların performans ölçüm yöntemi olarak atıf yaptığı Treynor ve Sharpe yöntemleri incelenmiştir.

Treynor, hem riski hem de getiriyi gözönüne alan ilk birleşik performans ölçüsünü geliştirmiştir. Buna göre risk iki bileşene ayrılmıştır:

- i. Genel piyasa akımından kaynaklanan risk,
- ii. Portföy hisse senetlerinin nakit akımının sonucu oluşan risk.

Piyasa akımına bağlı risk, karakteristik doğru ile gösterilir. Bu doğru yaklaşık piyasa portföyü ile seçilen portföyün getiri oranı arasındaki ilişkiyi tanımlamaktadır. Bu doğrunun eğimi piyasa getirisi ile ilişkili portföy getirisinin değişkenliğini ölçmektedir. Treynor, portföyün risksiz faiz oranı üzerinde sağladığı ek getiriyi portföy riskine oranlamış ve risk birimi başına elde edilen ek getiriyi performans ölçüsü olarak kabul etmiştir. Treynor, portföy riskini ölçmek için toplam risk göstergesi olan standart sapma yerine, sistemik risk göstergesi beta katsayısını seçmiştir.⁷⁷ Treynor Ölçüsü, risk tercihlerini dikkate almaksızın bütün yatırımcılara uygulanabilmektedir. Sermaye piyasası teorisine dayanarak geliştirilmiş bir ölçüttür. Portföy olasılık doğrusu için risksiz varlıklardan yararlanılmıştır. Riskten kaçınan yatırımcı daima yüksek eğimli olasılık doğrusuna sahip portföyü tercih eder. Yüksek eğimli doğru üzerindeki portföy yüksek farksızlık eğrisi üzerindedir. Portföyün olasılık doğrusunun eğimi T ile gösterilmektedir.

$$T_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p}$$

Burada:

T_p = Treynor endeks değeri,

$E(R_p)$ = Portföyün beklenen getirisi,

R_f = Risksiz faiz oranı,

⁷⁷ Mehmet Bolak, **Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi** (İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, 1991), s.201.

β_p = Portföy beta katsayısını göstermektedir.

T değerinin yüksekliği yüksek eğimi gösterir ve risk tercihi dikkate alınmaksızın bütün yatırımcılar için istenen bir durumdur.

Sharpe Ölçüsü ise Treynor Ölçüsüne oldukça benzemektedir. Sharpe Ölçüsünde toplam risk ölçüsü olarak standart sapma alınır. Sharpe Endeksinin değeri, portföyün beklenen değeri ve risksiz faiz oranı arasındaki fark olarak tanımlanan risk priminin portföyün standart sapmasına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.⁷⁸ Sharpe Ölçüsü birim portföy riski başına portföyün getiri fazlasını göstermekte olup aşağıdaki şekilde formüle edilir.

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

Burada:

S_p = Sharpe Endeks Değeri,

$E(R_p)$ = Portföyün Beklenen getirisi,

R_f = Risksiz Faiz Oranı,

σ_p = Portföyün Standart Sapmasını göstermektedir.

Yatırımcının sahip olduğu portföy için hesaplanan endeks değeri, hisse senedi piyasası için hesaplanan endeks değeri ile kıyaslanır. Portföy için bulunan endeks değerinin piyasa için bulunan endeks değerinden büyük olması halinde, portföyün piyasaya oranla daha yüksek performans sağladığı düşünülür. Sharpe performans endeksi, sermaye varlıkları fiyatlandırma modelini ve onun özelinde sermaye piyasası doğrusunu esas almaktadır. Sermaye piyasası doğrusu, piyasa portföyünde yer alan risksiz varlıklar ile riskli varlıkların bileşiminden oluşan portföyler için beklenen getiri - risk ilişkisini göstermektedir.

Tamamen çeşitlendirilmiş bir portföyde portföyün sistematik olmayan riski yoktur ve bu durumda hem Sharpe hem de Treynor ölçüsü benzer neticeler vermektedir. Diğer taraftan, zayıf çeşitlendirilmiş bir portföyde Treynor ölçüsü daha yüksek bir değer alırken, Sharpe Ölçüsü daha düşük bir değer alır. Aradaki fark, doğrudan çeşitlendirmeden doğmaktadır.

⁷⁸ Güven Sevil, **Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy VaR Hesaplamaları** (Eskişehir: T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları; No 1323, 2001), s.72.

Sharpe, tam olarak çeşitlendirilmiş bir portföy için Treynor Endeksi'nin iyi bir ölçüt oluşturmakla birlikte; özel amaçla elde tutulan portföylerde de olduğu gibi, görece olarak çeşitlendirilmemiş portföylerde sonuçların önemli ölçüde farklı olabileceği ve Treynor endeksinin çeşitlendirme eksikliği nedeniyle değişkenliğin belli bir kısmını hesaplayamayacağını, bu nedenle de geçmiş dönem performansı için daha az uygun bir ölçüt olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla, Sharpe Endeksi'nde söz konusu etkiyi bertaraf etmek üzere risk birimi olarak toplam risk esas alınmıştır.

1.2.2.4.2. Risk ve getiri ölçütlerine ilişkin standartlar

Standartlar performans sunumunda risk ve getiri ölçütleri üzerinde önemle durmaktadır. Standartlara göre portföy değerlendirmesinde, Sharpe veya Treynor ölçütlerinden hangisinin kullanılmasının uygun olduğuna karar verilirken yatırımcının tercihleri belirleyici olacaktır. Eğer, portföyün değerlendirilmesinde toplam riskin daha uygun bir ölçüt olduğu düşünülürse Sharpe ölçütü, sistematik riskin kullanılmasının daha uygun olacağı düşünülüyorsa Treynor ölçütünün kullanılması uygun olacaktır. Eğer, portföyler tam olarak çeşitlendirilmişse Sharpe ve Treynor ölçütleri çerçevesinde yapılan performans sıralamaları özdeş olurken (geniş tabanlı hisse senedi yatırım fonlarında olduğu gibi alışılmış büyüklükte ve profesyonel olarak yönetilen portföylerde iki ölçüt özdeş veya özdeşe yakın sıralama sonuçları vermektedir.)⁷⁹ Daha az çeşitlendirilmişse performans sıralamalarındaki farklılık eğilimi artacaktır. Portföyler üzerinde tam çeşitlendirme olduğunda, sistematik olmayan riskin sıralamalar üzerindeki etkisinin dışlarken, zayıf çeşitlendirilmiş portföylerde Treynor oranının sistematik olmayan riski göz ardı etmesi nedeniyle, aynı getiri seviyesinde düşük risk çıkarma ve dolayısıyla daha yüksek sıralama vermesi mümkün olabilecektir. Buradan iki ölçütün kullanılmasıyla yapılan sıralamadaki farklılıklar çeşitlendirmenin eşit ağırlıkta olmamasından kaynaklanmaktadır. Eğer bir portföy diğerine göre eşit olmayan bir şekilde çeşitlendirmeye konu olmuşsa Treynor ölçütü bazında yapılan performans sıralaması Sharpe ölçütü bazında yapılan sıralamanın üstünde yer alacaktır. Sharpe ölçütünün bir farkı da Sharpe kullanılarak portföy yöneticisinin toplam riske göre elde ettiği getiri oranı başarısı yanında riskin tam olarak ölçülmesinin mümkün olmadığı

⁷⁹ Charles p.Jones, **Investment Analysis** (ABD 1991), s.725.

belirtilmekle birlikte, riske ilişkin açıklamaların portföy grubunun yatırım stratejisine uygun ve çok çeşitli yatırım araçları arasında tercih yapmayı kolaylaştırıcı olması gereklidir. Ayrıca, en iyi risk ölçütünün firmaya avantaj sağlayan değil, yorumlaması kolay ve farklı büyüklüklerdeki portföylerde kullanılması mümkün olmalıdır⁸⁰. AIMR performans sunum standartları grup getirileri ile birlikte toplam riskin ve piyasa riskinin de sunulmasını tavsiye etmektedir. Portföy’de uygulanan yatırım stratejisine ilişkin riskin ölçülmesinde portföy performansının standart sapması tarihi getirilerin gösterdiği değişikliği ölçerken beta katsayısı ise, portföy grubunun getirisinin ölçüt getirisi karşısındaki duyarlılığını ölçmektedir. Sharpe ölçütünün, yatırımcıların pazarlanabilir varlıklarını içeren bir portföyde uygulanması durumunda, kullanışlı bir performans ölçüm yöntemi olduğu söylenebilir. Sharpe ölçütü bir yandan portföy yöneticisinin riske göre ne kadar fazla getiri elde edebileceğini gösterirken, diğer yandan bu getiriye kaç adet hisse senedi kullanarak elde ettiğini değerlendirmektedir. Treynor ölçütü ise, risk ölçütü olarak portföyün ortalama betasını kullanmakta olup, bu ölçüt getiriye toplam risk yerine sistematik riske göre değerlendirmektedir. İyi bir şekilde çeşitlendirilmiş olan portföylerin şirket riskleri büyük ölçüde ortadan kalkacağından Treynor ölçütü Sharpe ölçütünden pek fazla farklı olmayacaktır. Treynor ölçütü portföyün büyük bir yatırım fonundan oluşması durumunda kısmen yararlıdır. Sharpe ve Treynor yöntemlerinin karşılaştırmada temel alınması için; hem portföy hem de karşılaştırma ölçütünde risk ölçümü yapılırken eşzamanlı olarak kullanılmaları gereklidir.⁸¹

Treynor ölçütü bazen yanıltıcı sonuçlar verebileceğinden bu ölçüt kullanılırken dikkat edilmesi gerekmektedir. Çünkü, bu ölçüt beta faktörünü baz almaktadır. Bir portföyün beta faktörü portföyde yer alan menkul kıymetlerin betalarının ağırlıklı ortalaması olduğuna göre, portföydeki menkul kıymet sayısı arttıkça portföyün betası çok fazla düşmeyecektir. Bu ölçütü kullanırken bu konuya dikkat edilmelidir.

Belirli bir varlık grubuna yatırım yapan yatırımcılar açısından yatırımların çeşitlenmesi önemlidir bu açıdan standart sapmaya dayalı Sharpe ölçütünün kullanılması uygundur. Diğer yandan emeklilik fonları gibi çok büyük meblağa sahip fonlar birden fazla yöneticiyle yönetildiği için beta daha iyi bir risk ölçütüdür.⁸²

⁸⁰ AIMR, a.g.e., 97-100.

⁸¹ AIMR Publication 1997:Performance Presentation Standards Handbook, Second edition AB:D 90-95

⁸² AIMR, Standards VII- Responsibilities as an AIMR Member or CFA Candidate Guidance [www.aimr.net/AIMR Advocate Article.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20Advocate%20Article.htm) 2004.

AIMR standartları açısından her bir portföy getirisi için kazanç, ya da kayıpların değerlendirilmesinde kullanılan riskle düzeltilmiş getiri ölçütlerinin teorik bazda önemli sorunları bulunmaktadır. Bununla birlikte, esas olan aynı kısıtlar altında yatırımcıya mutlak(toplam)/görelî(Piyasa) risk ve riskle düzeltilmiş getiri kavramlarının da yardımıyla karşılaştırılabilir gruplar için yatırımın getirisi ve riskinin objektif olarak değerlendirilmesi imkânının sunulmasıdır.⁸³

1.3. Portföy gruplarının oluşturulması ile ilgili zorunluluklar

Portföy grubu yaratılmasının anlamı, doğru sunum, tutarlılık ve firmalar arasında zaman içerisinde sonuçların karşılaştırılması için yapılması gerekenlerdir.

Portföy grubu, yatırım amaç ve stratejisine özgü tek grup içinde portföyleri toplamaktır.⁸⁴

GIPS standartları firmaları portföy grubu tanımlama için amaç kriter geliştirmeye yönlendirir. Bu nedenle firmalar tanımlama yaparken aşağıdaki rehber zorunlulukları uygulamalıdır:

* Portföy grubu oluşturulurken yatırım yöneticisinin kontrolü altında olan ve portföy yönetim ve danışmanlık ücreti ödenen bütün portföyler, benzer yatırım amaç ve stratejilerine göre tanımlanmış en az bir portföy grubuna dahil edilmelidir. Yatırım yöneticisinin kontrolündeki portföyler konusunda AIMR, var olan müşterinin (menkul kıymetlerin portföy içinde ağırlıklandırılmasında yatırım stratejisine ters düşen varlıkların portföyüne dahil edilmesini istemesi, ya da belirli menkul kıymetlere yatırım yapılırken bazılarını yatırım yasağı getirmesi gibi) kısıtlamaları veya portföye dahil edilen varlıklarla ilgili vergi düzenlemeleri nedeniyle firmanın kârının azalması söz konusu ise firmaya, portföyü kontrolü altında olmayan hesap olarak değerlendirip, portföy grubu dışına çıkarmaya, ya da firma insiyatifinde olarak kontrolü altında tutulan hesap olarak değerlendirme hakkı tanıdığıdır. Eğer müşterinin belirlediği ve belgelendirdiği kısıtlamalar

⁸³ Bill Montague “Return Appearances Performance Measures Leave Some Investors Seeing Double” Consulting Group Senior Financial, Smith Barney Citigroup, s.2, www.google.com 2005.

⁸⁴ AIMR “ II. Content of the AIMR-PPS® Standards” 2001-2004 Association for Investment Management and Research, www.aimr.net\ AIMR-PPS outline, AIMR-PPS Standards.htm 2004.

firmanın yatırım stratejisini olumsuz etkiliyorsa, firma kontrolü altında olan ve olmayan hesapları ayırmalıdır. Müşterinin kısıtlamaları yazılı talimat olarak alınmışsa, bu durum sunum raporlarında tam olarak açıklanıp uygun belgeleme düzeni içinde yeniden portföy grupları oluşturulabilir. Portföy grupları oluşturulurken yatırım stratejisi ve amacı doğru olarak belirlenmelidir. Yatırım yönetim stratejisi ve amacı, firmanın amacına uygun portföy gruplarına dahil ettiği portföyler üzerinde tam hakimiyet sağlama yeteneği, müşterinin özelliklerinin dikkate alınması (vergi statüleri, nakit giriş-çıkışlarının zamanlı ve tutarlı olup olmadığı vb.) etkenler portföy grubu oluşturulurken göz önünde bulundurulmalıdır. Mevcut bütün portföylerin ortak yatırım amaç ve stratejileri dikkate alınarak bir veya daha fazla portföy grubuna dahil edilmesi gerektiği ve sadece yöneticinin tam olarak kontrolü altında olmayan, ücret ödenmeyen veya yöneticinin belirlediği çerçevesinde asgari büyüklük ölçütünün (minimum varlık seviyesi, minimum size criteria) altında kalan portföylerin portföy gruplarına dahil edilmemesi gerektiği belirtilmiştir.

* Portföy grupları Eğer müşteri talimatı yoksa, portföyler yönetimin kontrolü altına girdikten sonra zamanlı ve tutarlı bir temele bağlı olarak yeni portföyleri içermelidir. Yeni bir portföyün şirketin yönetimi altına girdikten sonra takip eden yeni performans ölçüm döneminde (en az 3 ayda bir olmak), ya da şirketin belirlemiş olduğu ve devamlı uyguladığı ilkelerine göre portföy gruplarına dahil edilmelidir. Buradan anlaşılması gereken yeni hesapların içerdiği varlıklar portföy gruplarına dahil edilirken firmanın yatırım stratejisinden kaynaklanacak zamanlama sorunları göz önünde bulundurularak zamanlama tamamıyla firmanın kontrolüne bırakılmıştır. Ancak, bu imkan firmalar tarafından suistimal edilmemelidir. Çünkü standartlar tam ve dürüst olarak kamunun aydınlatılması esasına dayandığı için firmanın yatırım stratejisine uygun bir süre sonunda yeni portföyleri portföy grubuna dahil etmesi beklenmektedir.

Hesaplar tutarlı olarak ve zamanında portföy gruplarına dahil edilmelidir.

* Bir portföyün süresi bitmiş olsa bile portföy yönetim firmasının yönetimi altında olduğu en son tam (bir dönem) performans ölçüm dönemine kadar portföy

grubunda tutulduktan sonra çıkarılmalıdır. Söz konusu portföylerin süresi dolmadan önceki tüm ölçüm dönemleri portföy gruplarının performans ölçümüne dahil edilmelidir. Yani, son tam performans ölçüm dönemine kadar uygun portföy grubunda tarihi kayıt olarak içerilmelidir.

* Müşteri talimatı ve belgelendirilmiş değişikliklerin yapılması dışında, portföyler bir portföy grubundan diğerine aktarılmamalıdır. AIMR bu konuya ilişkin olarak, müşterinin yatırım rehberindeki değişiklikler sonucunda portföyünü var olan yatırım stili ve stratejisini temsil eden portföy grubundan firmanın tavsiye edeceği bir başka portföy grubuna taşınması mümkündür. Ancak, bunu belge ile resmileştirmelidir. Böyle bir durumun meydana gelmesi halinde firma halen mevcut olan portföy grubunu tarihi verileri ile muhafaza ederken, yeni portföy grubunun hiçbir tarihi verisi olmayacaktır. GIPS bu konuda gruplar arası bir transfer olması halinde portföy grubunun yeniden tanımlanmasını uygun karşılamaktadır.

* Değiştirilebilir tahvil yani hisse senedi gibi menkul değerlere dönüştürülebilen tahvillerden oluşan bir portföy de portföy grubunda yer alabilir. Değiştirilebilir tahvillerin yönetici ve müşteri arasında söz konusu menkul kıymetlerin sabit getirili menkul kıymetler içinde değerlendirilmesine ilişkin başka bir anlaşma yoksa, normal olarak hisse senedi performansı içinde değerlendirilmesi ve hisse senedi grubundan sabit getirili menkul kıymet grubuna bir kaydırma olacağına bunun müşteriye bildirilmesi gerekmektedir.

* Uluslar arası portföy gruplarının alt portföy sınıfından (carve-outs) bağımsız portföy gruplarının yaratılması, her bir alt portföy sınıfının kendi nakit dağıtımı ve para yönetimi varsa ve ayrı varlıklar olarak yönetiliyorsa mümkündür. Ayrıca alt portföy alanı da ilave bilgi olarak kamuyu aydınlatma amacıyla sunulmalıdır.⁸⁵ Firmanın varlık bileşimi üzerinde kontrol yetkisi olmayan çoklu varlık portföyleri niteliklerine uygun bir portföy grubunda değerlendirilmelidir. Firmanın varlık bileşimi üzerinde kontrol yetkisinin olduğu portföyler içerdikleri varlık gruplarının

⁸⁵ IPC “Guidance Statement on the Treatment of Carve-outs(Revised)” 1 June 2004
www.aimr.org/standards.html

oranı dikkate alınarak karma portföy gruplarına yerleştirilir. Örneğin, % 70 hisse sen. % 30 hazine bonusu içeren bir portföy ile % 30 hisse sen., % 70 hazine bonusu içeren karma portföyler farklı gruplarda yer alacaktır. Çoklu varlık grubu portföylerinin performansları bütünden ayrı olarak sunulmamalıdır. Ancak, firma isterse portföy grubu içindeki nakit performans hesaplanmasına dahil edilmeden alt varlık grubunun performansını, ilave bilgi sağlama ve kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde sunabilir. Ya da alt varlık grubunun ayrı bir portföye taşınıp nakdin getiriye etkisi dikkate alınarak alt grup performansı şeklinde sunulması da mümkündür. Çoklu varlık sınıf portföylerinin alt portföy alanları, alt portföy alanlarının kendi nakit dağılımları ile yönetilmesi durumu hariç, tek varlıktan oluşan portföylerin getirilerini içermez.

* Portföy grupları sadece firmanın tam yetkisi altındaki varlıkları içermektedir.

1.3.1. Portföy grubu tanımlamak için önerilen hiyerarşi

Yukarıda bahsettiğimiz rehber gerekliliklere ilave olarak, firmalar konuya ilişkin kriterlere göre portföy gruplarını tanımlamayı seçebilir ve sınırlamalar veya herhangi bir kriteri içeren her bir portföy grubunun tanımını belgelendirmelidir. Birincil ve ikincil strateji özelliklerine göre portföy grubu tanımı için kriterlerin hiyerarşik yapısını göz önünde tutmak önemlidir. Yatırım ürünleri için pazaryerini bulmak genellikle tanımlama özelliklerini anlamak için önemlidir. Firmaların benzer stratejileri tanımladığında birden fazla anlamı olmayan terminolojiyi kullanması ve şeffaflığın olması gereklidir.

Aşağıda verilen öneri hiyerarşisi, konusunda portföy grubunun nasıl tanımlanması gerektiği yol gösterici olacaktır. ni düşünen firmalara yardımcı olacaktır.⁸⁶

- Yatırım Emri

Portföy grupları ürün tanımlama veya stratejinin özetine dayanır. Buna ilişkin “Garantili Fon” örneği verilebilir.

⁸⁶ Haverford “Performance Composite Disclosure – Composite Criteria”
<http://www.hq250.com/pages/performance.html> 2005.

- Varlık Sınıfları

Portföy gruplarını oluşturacak portföydeki varlıklar ülkedeki yasal düzenlemelere ve yönetilen fonun (örneğin, emeklilik yatırım fonu) iç tüzüğüne uygun olarak seçilmelidir. Firmalar ülke, ya da bölge temelinde varlık sınıflarını ek olarak tanımlayabilirler. Örneğin, Özvarlık, sabit getirili, gayri menkul, risk sermayesi, ABD sabit getirili, Avrupa hisse senetleri gibi.

- Stil veya Strateji

Firmalar yatırımcının daha iyi anlaması ve karşılaştırmayı yapabilmesi için yatırım stili ve stratejisini temel alan ilave portföy grup tanımı yapmalıdır. Örneğin, Büyüme, aktif, endeks, varlık sınıfı sektörü (telekomünikasyon ve benzerleri.)

- Karşılaştırma Ölçütü

Firmalar aynı özelliklerde diğer portföy gruplarının olmadığı ve yatırım amaç ve stratejisini yansıtan karşılaştırma ölçütünü sağlayan endeks ve portföy karşılaştırma ölçütünü temel alan portföy grubunu tanımlamalıdır. Portföy yöneticisi için karşılaştırma ölçütü olacak portföyün oluşturulması oldukça güç bir görevdir.⁸⁷Eğer karşılaştırma ölçütü, yatırım evrenini de tanımlıyorsa bu sık sık karşılaşılan bir durumdur. Örneğin; İsvç piyasa indeksi, S&P 500, Lehman Toplamı ve benzerleri

- Risk/Getiri Özellikleri

Farklı risk özelliklerine sahip portföyler (örneğin, hedeflenen iz hatası (tracking error)⁸⁸, beta, volatilité, bilgilendirme oranı) ve getiri amaçları diğer farklı portföy

⁸⁷ Mark Kritzman "How to Build a Normal Portfolio in Three Easy Steps" **Journal of Portfolio Management**. Spring 1987, s.21-23, www.aimr.net/AIMR_Advocate_Article.htm 2004.

⁸⁸ Açıklama FIM Fund Management Ltd. GIPS Report (31 December 2002) alınmıştır. www.google.com.tr (2008) .

Karşılaştırma ölçütüyle kıyaslama yapılırken portföy grubunun volatilitesi tracking error olarak ifade edilir.

$$TE_{\text{portföy grubu}} = \sqrt{\frac{\sum \left(R_i^{c-b} - \overline{R}^{c-b} \right)^2}{n}} \times \sqrt{m}$$

$$R_i^{c-b} = (R_{ci}) - R_{bi}$$

$$\overline{R}^{c-b} = \frac{\sum R_i^{c-b}}{n}$$

TE_{portföy grubu} = Portföy grubu için yıllık düzeltilmiş tracking error

R_{ci} = i gününde portföy grubunun getirisi

R_{bi} = i gününde karşılaştırma ölçütünün getirisi

m = yıl içindeki dönemler

n = gözlem sayısını göstermektedir.

grupları içinde gruplandırılabilir. Örneğin; %2 hedeflenen iz hatası ve %1 getiriden fazlası hedeflenen Japon özvarlık portföy grubu, maksimum %6 volatilité ve %3 den fazla getiri hedefleyen Japon özvarlık portföy gruplarından ayrı bir portföy grubu olabilir.

- Sınırlamalar/Şartlar

Temel kriterlerin üzerine ek olarak, Firmalar güncel müşteri sınırlamaları ve şartlarını temel alan portföy gruplarını ek olarak tanımlamayı seçebilir.

Aşağıdakiler maddeten farklı stratejilerle sonuçlanabilen ve bundan dolayı ayrı portföy gruplarını doğrulayan sınırlamalar ve şartların örnekleridir.

-Türev ürünler, hedging ve/veya kaldıraç kullanma boyutu; Genelde, kaldıraç ve/veya hedging, türev ürünler kullanılan portföyler, bu teknikleri veya enstrümanları kullanmayan portföylerle tek yatırım stratejisine sahiptir. Bundan dolayı firmalar kaldıraç, türev ürünler ve/veya hedging kullanılan portföylerin böylesi enstrüman veya stratejilerin kullanımı kısıtlanan portföylerden ayrı bir portföy grubunda içerilip içerilmeyeceğini düşünmelidir.

-Vergilerin ele alınış biçimi; Özel vergi uygulaması olmayan benzer portföyleri karşılaştırmak için, özel yatırım stratejisi yürürlüğe koyabilen firmayı verginin ele alış biçimi engelliyorsa o zaman firma özel vergi ele alış biçimli portföyler için ayrı portföy grupları tanımlamalıdır. Örneğin, özel müşteriler ve sigorta müşterileri veya ortaklığın özel vergi durumlarında faiz getirisine karşı kâr payı veya kazanca karşı büyümenin önemi terimlerinde farklı yatırım stratejileri gerekebilir. Böyleyse, firmaların farklı stratejiler için tahsis edilmiş ayrı portföy grubu tanımlamaları gereklidir.⁸⁹

- Müşteri tipi; (emeklilik fonu, özel müşteri, bağışlardan oluşan toplu sermaye gibi)

Tek başına müşteri tipi, portföy grubu tanımı için özel kriter olarak kullanılmamalıdır. Bazı durumlara, müşteri tipi, tek tip müşteri özelliklerinden dolayı yatırım stratejisini belirler. Farklı müşteri tipleri portföyleri önemli farklı yatırım stratejileri ve/veya stillerine sahipse firma her bir farklı stratejiyi temsil eden ayrı portföy grubu yaratmalıdır.

-Portföyün büyüklüğü; Portföy büyüklüklerindeki farklılıklar, ayrı portföy grubu yaratılması ve yatırım stratejisindeki önemli farklılıklar şeklinde sonuçlanabilir.

⁸⁹ Morningstar, "After-Tax Performance Calculation Methodology", www.morningstar.com.au/productpages/After 2006.

Örneğin; indeks stratejisinde daha büyük portföyler için indeksin bire bir uygulanması yoluyla indeks stratejisi yürürlüğe konabilirken daha küçük portföyler için örnekleme yoluyla yürürlüğe konabilir. Bu durumda, strateji portföy büyüklüğüne dayalı olarak farklı olabilir.

-Müşteri özellikleri; (nakit akışı ihtiyaçları, risk toleransları gibi)

Firmalar çeşitli müşterilerine özelliklerine dayalı portföy grupları yaratabilirler. Örneğin; Bir firma %4 lük hedeflenen iz hatasına sahip ve kaldıracı izin veren vergiye tabi müşterisi için, özsermaye değer artışından oluşan portföy grubu yaratmayı seçebilir.

-Portföy tipleri; [(ayrılmış portföyler, birleştirilmiş portföyler (yatırım fonları))]

Birim tröstler ve yatırım fonlarını içeren havuzdaki (birleştirilmiş) fonlar aynı yatırım stratejisi, aynı amaçlı bir veya daha fazla portföy grubunda içerilen diğer portföylerle birleştirilip veya ayrı portföy grupları olarak işlem görebilir.

-Baz para; Baz para belirli bir yatırım stratejisi olmadıkça portföy grubu tanımı için kullanılan kriter olmamalıdır.

İlave faktörler;

-Çoklu-Varlık Portföyler; Çoklu varlık, ya da dengeli portföyler birden fazla varlık sınıfından oluşan portföylerdir. Portföy grupları farklı varlık sınıflarına yatırılan varlıkların müşteri yatırım ilkelerinde şart koşulan varlık karışımının stratejik dizilimine göre oluşturulmalıdır. Portföyler benzer stratejik varlık tahsisatında ortaklaşa aynı stil ve stratejiye sahiplerse beraber gruplandırılabilir. Firmalar sıklıkla taktik olarak ek değer için varlık tahsisatını değiştirebilme takdir yetkisine sahiptir. Portföylerde varlık tahsisatındaki taktikte değişiklikten dolayı portföy gruplarının içine ve dışına hareket olmamalıdır. Sadece müşterinin belgelediği stratejik varlık tahsisatındaki değişiklik durumunda portföyler farklı portföy grupları içine taşınmalıdır.

Genellikle, firmalara sadece dönem başı tarihi esasına dayanan portföy grubu yaratmaları için izin verilmez. Ancak,, çok özellikli durumlarda, dönem başı tarihine göre portföy grupları içinde uygun portföy grupları olabilir. (örneğin, risk sermayesi portföy grupları, vergi sonrası portföy grupları, belediye veya yerel yönetimlerin ihraç ettiği tahviller için portföy grupları gibi)

-Firmalar ile çeşitli ofisler, şubeler veya yatırım departmanları; Firmaların özel ofis, şube veya departmanların her biri için tek yatırım stratejisi, stili veya amacına göre yönetilen portföyler söz konusuysa firmanın yatırım departmanına, şubeler veya ofisler

için farklı portföy grupları tanımlamalarına izin verilir. Böylece grup veya konum değil belirlenen portföy grubunun strateji ve stili ön plandadır.

-Portföy grubundaki portföy getirilerinin dağılımı; Dağılım yapılırken sürekliliğin nasıl sağlanacağına karar verilmelidir. Firmalar portföy grubu içindeki portföylerin stratejilerini yürürlüğe koyarlar. Dağılım sayısı portföy grubu tanımı için uygun kriter olmadıkça ve portföy grubu yeniden tanımlanmadıkça iyi bir gösterge olarak hizmet edebilir. Portföy grubu dağılımının maksimum miktarı için genel bir kural yoktur. Firma tanımlamayı geniş planlamalıdır, “kapsam” ile anlatılmak istenen portföy grubunun dar bir tanımlamaya karşın portföy getirilerinin geniş dağılımı ve “exclusive” (kişiye özel) ile anlatılmak istenen ise çok daha dar dağılım ölçüsüyle portföy grubu tanımıdır. Örneğin, Özvarlık portföy grubu FIM China; Çin ekonomisinin büyümesine ve gelişimine katkı sağlayacak Çin bölgesine (Çin, Hong Kong, Tayvan) yatırım yapılan varlıklar, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller ve hisse senetlerinden oluşan öz varlık fonudur. Yatırım amaçlarında göz önünde bulundurdıkları Çin Bölgesi ve firmalarıdır. Yatırım kararları sektör ve firma analizleri temel alınarak verilmektedir. Fonun amacı karşılaştırma ölçütü indeks getirisinden daha üstün performans gösterecek getirinin sağlanmasıdır. Karşılaştırma ölçütü indeksi HSCI-Hong Kong portföy grubu indeksi (EUR) (%80) ve TWSE- Tayvan ağırlıklı indeks (EUR) (%20) dir. Bu şekilde portföy grubu tanımlanmış olmaktadır.⁹⁰

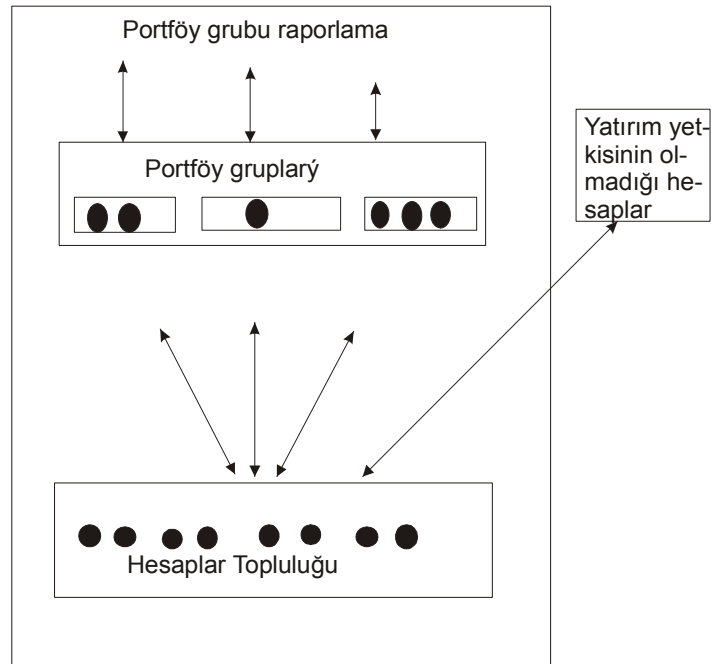
-Ücretlerin ele alınış biçimi; farklı yönetim ücretlerinin çeşitleri portföy grubu tanımı için kriter olarak kullanılmamalıdır.

-Efektif tarih; IPC’ nin yayınladığı rehber klavuz ile açıklığa kavuşturulmuştur ve 1 Nisan 2002’den geçerlidir. Firmalar IPC’ nin rehber beyanati ile uyum sağlamak için onların güncel portföy grubu tanımlamalarını yeniden gözden geçirmelidirler. 1 Nisan 2002 itibariyle GIPS standartlarına uyumlu olduklarını iddia eden firmalar 1 Nisan 2003 tarihine kadar IPC’ nin rehber beyanatına uygun olarak portföy gruplarını yeniden tanımlamalıdır ve geçmişte bir süre geçerli olan rehber uygulamalıdır (yeni portföy grubu tanımı aynı zamanda tarihi portföy grubu tanımını da yansıtmalıdır). 1 Nisan 2002’den sonra yaratılan tüm portföy grupları IPC’ nin rehber beyanatına göre tanımlanmalıdır.⁹¹

⁹⁰ FIM Fund Management Ltd., a.g.e., s.7.

⁹¹ IPC “Investment Performance Council Guidance Statement on Composite Definition Adoption”, www.cfapubs.org/doi/abs. CFA webcasts.htm 2002.

Portföy grupları, gruplandırılmış aynı yatırım stiline göre yönetilen aktif hesaplardan oluşur. Portföy grupları oluşturulması sırasında, şirket tarafından tam yatırım yetkisinin tanımlanmış olması gereklidir. Standartlar gereğince, tam yatırım yetkisinden kasıt, şirketin normal yatırım sürecinde yetki ve kontrolünü söz konusu hesaplar için uygulayabilme yeteneğidir. Hangi durumlar altında, portföy grubundaki hesapların üzerinde firmanın yatırım yetkisinin olduğu, açık bir şekilde şirket yatırım yönetim politikaları metninde açıklanmış olmalıdır. Portföy grupları oluşturma süreci, aynı zamanda portföy grupları tanımlarının belirlenmesi konusunda dikkate alınması gereken kararları kapsar. Çok geniş portföy grupları tanımları bazı durumlarda anlamsız olabilir; çok dar tanımlar ise, uygulamayı yeterince doğru ifade edemeyebilir. Hem ekonomik anlam, hem de pratikte uygulanabilirlik bu konuda önem arz eder. Daha önce yapılan anket çalışmalarında araştırmaya katılan kurumların %25' i, yetki tanımı ve portföy grubu tanımı konularında problem yaşadığını belirtmişlerdir. Portföy grubu oluşturma aşamasında uygulamaların yeterince doğru belgelendirilmesi üzerinde durulması gereken önemli bir konudur.



Şekil 2: GIPS'e uyum sürecinde tanımlanmış şirket

Kaynak: Hakan Aksel "GIPS'e Uyguluk ve Karşılaşılan Sorunlar," Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:6 sayı:30 Mayıs-Haziran 2003 s.43.

Firma tarafından yönetilen tüm tanımlanmış portföyler amaç ve stratejileri doğrultusunda portföy gruplarında bulunmalıdırlar. Hatta portföy yöneticisinin tek bir portföyü olsa bile bu portföy bir portföy grubu olarak belirlenmelidir. Firma portföy yönetimi ve danışmanlık ücreti gibi ücret ödemeli tüm portföyleri, en azından bir portföy grubuna dahil etmelidir. Bu yolla firma “Cherry pick”e düşmeyecek; yani olası müşterilerine en iyi performanslı portföylerini sunarak, performanslarını gerçeğinden daha farklı gösteremeyeceklerdir. Firma, portföy yönetim ve danışmanlık ücret ödemesiz portföyleri de portföy gruplarına dahil edebilir. Ancak, firmaların ücret ödemesiz portföylerle temsil edilen portföy grupları varlıklarının oranını açıklamaları gereklidir. Eğer firma ücret ödemesiz portföyleri portföy gruplarına dahil etmişse, ücret ödemeli portföyler gibi onlar da aynı koşullara tabi olacaklardır. (Örneğin; firma, müşterinin belgelendirilmiş ilkelerinde belirtilen değişiklikler dışında ücret ödemesiz portföyü portföy grupları içine dahil etmemeli ve grubun dışına çıkarmamalıdır.)

Pek çok firma portföy yönetme yetki tanımı ve portföy grubu tanımlaması gibi konularda problemler yaşamaktadır. Portföy grupları tanımlanmadan önce, firma adil sunumun temel ilkelerini destekleyecek mâkul kriterleri saptamalıdır. Bunun yanında, uyumlu firmalar tarafından olası müşterilerin talep etmesi durumunda listesindeki tanımlanmış portföy grupları sunulabilmelidir.⁹²

1.3.1.1. Minimum varlık seviyesi (Asgari portföy büyüklüğü)

GIPS standartlarında minimum varlık seviyesiyle ilişkili iki koşul vardır. GIPS standartlarında bir firma portföy grubunda içerilen portföy için minimum varlık seviyesini (asgari portföy büyüklüğü) saptamış olsa bile, minimum varlık seviyesi altındaki portföyler portföy grubunda olabilir. Ancak,, GIPS standartları, firmanın stratejisinde “minimum varlık seviyesi altındaki portföyler portföy grubunda olamaz” ifadesi varsa, bu durumun açıklanmasını gerektirir. Firmalar amaçlanan stratejinin temsil edildiği çok küçük tanımlı portföylerde portföy grubu için minimum varlık seviyesini belirleyebilir.

Firmalar, minimum varlık seviyesinden az varlıklara sahip portföyler için olası müşterilere bir portföy grubu pazarlayabilir. Firmalar minimum varlık seviyesini

⁹² Mr.Feibel, SVP, Eagle Investment Systems “Global Investment Performance Standards Converge”. ABN AMRO Mellon Global Securities Services Issue 2, www.wmcompany.com 2005.

açıklanmışsa, her bir portföy grubunun kendi sunumu ve minimum varlık seviyesi sürekli olarak uygulanmalıdır. Firmalar minimum varlık seviyesindeki değişiklikleri açıklamalı ve belgelendirmelidir ve geçmişteki bir süre için geçerli olan limit yerine yeni limit uygulanmalıdır.

Minimum varlık seviyesi altındaki portföyler kesinlikle isteğe bağlı değildir. Ancak, minimum varlık seviyesi takdir yetkisini etkileyebilir.

Portföyler piyasa değerindeki düşüş veya müşterinin portföyünden çekilmelerden dolayı minimumun altına düşebilir. Firmalar varlık seviyesinin minimumu ile ilgili politikaları olarak piyasa dönem başı değeri, piyasa dönem sonu değeri, nakit akışlarına ek olarak portföy gruplarının değerlendirileceğini açıklamalıdır. Eğer bir firma minimum seviyeyi saptamışsa, politikalarıyla ilgili olarak portföylerin minimum altına düşmeleri halinde uygulanacak davranışın ne olacağı ve bu politikaların sürekliliğini belgelendirmelidir. Firmalar portföylerin portföy grubundan içeri veya dışarı hareketlerini mümkün olduğu kadar azaltmak için minimum zaman periyodu ve minimum varlık seviyesinin adaptasyonu için bir eşik saptamayı düşünmelidir. Örneğin, firma portföy grubundan portföy çıkarıldığında minimum varlık seviyesini +/- %5 belirlemelidir ve/veya firma, önceki çıkarılan/eklenen en az iki periyot için minimumun altında/üstünde kalması gerekli portföyü saptamalıdır. Eğer, bir portföy portföy grubundan çıkarıldıysa, portföyün önceki tarihsel geçmişi portföy grubunda kalmalıdır. Firma minimum varlık seviyesi ile ilgili bir politika belirlediğinde bunu sürekli uygulamalıdır. Eğer, portföy, tutarlı davranış ve zaman açısından yerinde tahsis edilmiş portföy grubunda yer almışsa ve tanımlanmışsa portföy, portföy grubundan çıkarıldığında, firma bunu belirtmelidir.

Firmalar, Eğer portföy grubundaki tüm portföyler minimum seviyenin altına inerse ve firma politikalarına göre, portföy grubundan çıkarılırsa, portföy grubu performans kayıtlarının sonlandırılacağını aklında tutmalıdırlar. Eğer, dönem boyunca, portföyler minimum seviyenin üzerine çıkarılırsa veya portföy grubuna yeni portföyler ilave edilirse, önceki portföy grubunun tarihi performansı gösterilmelidir; fakat devam eden portföy grubu performans sonuçlarıyla ilişkilendirilmemelidir.⁹³

Portföy grupları bir firma ile diğerinin performanslarını karşılaştırmak için müşteriye fırsat sağlar. Portföy grubu firmanın piyasa stratejisi ile tutarlı olmalı ve

⁹³ -----“Determinants of Portfolio Performance”www.google.com.tr 2004.

firmanın ürünlerini temsil etmelidir. Firma portföy grubu tanımında sadece özel portföyleri (“cherry picking”) seçemez, fakat portföy grubuna dahil edilmek için tatminkar kriterlere sahip tüm portföyleri dahil etmelidir. Aynı stratejiye ve amaçlara sahip olmayan portföylerden oluşmuş bir portföy grubunun sunulan performansı anlamsız olacaktır. Benzersiz birkaç portföyün olması durumunda, tanımlanmış yatırım özelliklerine göre firma pek çok tek portföylü portföy grupları yaratabilir.⁹⁴

Yatırım stratejileri zaman içinde değişebilir, her gerçekleşen durumda firmalar portföy grubu tanımlarını değiştirmemelidir. Genellikle strateji değişikliği sonucunda yeni portföy grubu yaratılır. Bazen çok nadir durumlarda, portföy grubunun yeniden tanımlanması yerinde olabilir. Eğer bir firma portföy grubunu yeniden tanımladığını belirtmişse, değişimin doğasını ve tarihini açıklamalıdır. Portföy gruplarındaki değişiklikler geçmişteki süreyi kapsayacak şekilde uygulanmamalıdır. Burada firmalara portföy grubunun adındaki herhangi bir değişikliği açıklamaları tavsiye edilir. Devam etmeyen portföy grupları, sonlandıktan sonra 5 yıl için portföy gruplarının firma listesinde yer almaya devam etmelidir. İstendiğinde, firmalar firma listesindeki portföy gruplarından herhangi biri için uyumlu sunum sağlamalıdır.

1.4. Kamunun Aydınlatılması ile ilgili zorunluluklar

Firmaların uyumlu olduklarını iddia edebilmeleri için GIPS standartlarına uygun bir sunum gerçekleştirmeleri gereklidir. Bunun için de bazı hususların kamuya açıklanması gerekmektedir.

* Firmanın büyüklüğü, yapısı, toplam varlıkları ve ürün arzıyla birlikte hukuksal, mevzuata ilişkin konularında göz önünde bulundurulduğu firm-wide esasına dayandırılarak firmanın tanımı yapılmalıdır.

* Firmalar yönetimleri altındaki portföy gruplarını tanımlamak ve bu portföy gruplarına ait listenin istenirse elde edilebileceğini açıklamalıdır.

Portföyün ilgili portföy grubuna dahil edilmesindeki firma stratejisi ile portföy gruplarının geçmiş performanslarına ilişkin bilgilerin, açıklamalarda yer alması gerekmektedir. IPC’ nin 1990 tarihli bir raporunun VIII(A/8) bölümünde,

⁹⁴CFA Institute “AIMR-GIPS Search Results” <http://www.cfainstitute.org/programs/standards/gips/faqs/gipsresults.asp> 2005.

yöneticilerin geçerli sebeplere sahip olmaları halinde ayrı portföy grupları oluşturabileceği (vergiye tabi olanlar/olmayanlar, tam kontrol altında olanlar/olmayanlar, yatırım stilleri, risk seviyeleri vb. faktörlerin ayırma ölçütü olarak kullanılabileceği) belirtilmiştir. Eğer performans sunumunun dışında bırakılan bir portföy varsa bunun dışarıda bırakılma nedenleri açıklanmalıdır.

* Herhangi bir portföy grubunda içerilmeyen minimum varlık seviyesi altındaki portföyleri firma, açıklamalıdır. Firmalar minimum varlık seviyesindeki herhangi bir değişikliği de açıklamalıdır.

* Firma, performans sunumunda kullandıkları döviz cinsini açıklamalıdır.

* Firmalar, kaldıraç veya türev ürünlerin kullanılıp kullanılmadığını, kullanım sıklığını ve kapsamını açıklamalıdır. Bu açıklamalar riski tanımlama araçlarının nasıl kullanıldığını, kullanım sıklığını ve özelliklerini de içermelidir.

* Performans sonuçlarının yatırım yönetimi ücretine göre net veya brüt üzerinden mi hesaplandığı ve firmanın ücret cetveli açıklanmalıdır.

i. performans sonuçları ücret öncesi/sonrası performans karşılaştırması yapabilmeye olanak tanıyacak şekilde hazırlanmalıdır.

* Firmalar sermaye kazançları, faiz geliri ve kâr paylarında stopaj vergisi işlem detaylarıyla ilgili açıklama yapmalıdır. Firmalar net vergi indexi kullanıyorlarsa portföy grupları yerine karşılaştırma ölçütü için kullandıkları vergi matrahını açıklamalıdır. (U.S. esaslı mı, Luxemburg esaslı mı)

* Karşılaştırma ölçütü ve portföy grupları arasında ve portföy grubunda içerilen portföyler arasında kullanılan döviz kurlarındaki bilinen tutarsızlıkları tanımlamalıdır ve açıklanmalıdır.

* GIPS gereklilikleriyle yerel yasa ve düzenlemeler arasında uyumsuzluk varsa bu gerçeği ve GIPS standartları ile yerel düzenlemeler ve yasalarla uyuşmamasına neden olan tutumları açıklamalıdır.

* GIPS standartlarıyla uyumsuz olarak 1 Ocak 2000 den önceki dönemler için performans sunumu söz konusuysa, firmalar GIPS'e uyumsuz dönemleri ve GIPS standartlarına uyumsuz sunumun nasıl yapıldığını açıklamalıdır.

* 1 Ocak 2010 dan önceki dönemler için, çoklu varlık portföyünün alt portföy alanı (cave out) tek varlık sınıfı olarak belirlenmişse ve getirileri tek

varlıktan oluşan portföy grubunun bir parçası olarak sunuluyorsa, firmalar alt portföy alanı getirilerine nakdin dağıtılmasında kullanılan politikayı açıklamalıdır.

* Firmalar uygun bir sunum için yatırım yönetim ücret listelerini açıklamalıdır.

* Bir portföy grubu paket ücret uygulanan portföylerden oluşmuşsa, firmalar paket ücretli portföylerin oluşturduğu portföy grubundaki varlık yüzdelerini her bir yıllık dönem için açıklamalıdır.

* Bir portföy grubu paket ücretli portföylerden oluşuyorsa, firmalar paket ücrete dahil olan ücretleri detaylı olarak açıklamalıdır.

* Performans sonuçları yatırım yönetim ücretinin brütü üzerinden hesaplanıp sunuluyorsa, firmalar doğrudan alım satım giderlerine ek olarak herhangi diğer bir ücreti düşerek hesaplama yapıyorsa, bunu açıklamalıdır.

* Net ücret üzerinden hesaplanan performans sonuçları sunuluyorsa, firmalar yatırım yönetim ücreti ve doğrudan alım satım giderlerine ek olarak herhangi bir başka ücret düşerek hesaplama yapıyorsa bunu açıklamalıdır.

* Firmalar, getirinin hesaplanması ve raporlanmasına ilişkin politikalarını istenildiği anda ilave bilgi olarak açıklamak zorundadır.

* 1 Ocak 2006 dan itibaren firmalar, yardımcı danışman kullandıklarını ve bunu hangi dönemlerde yaptıklarını açıklamalıdır.

* Firmalar, olası müşterilerin performans kayıtlarını yorumlamalarına yardımcı olabilecek tüm önemli olayları açıklamalıdır.

* Firmalar portföy grupları tanımlamalarını açıklamalıdır.

* Firma tanımının yeniden yapılması halinde, tanımlamanın neden yeniden yapıldığı ve tarihi açıklanmalıdır.

* Eğer firma yönetimi altındaki portföy gruplarını yeniden tanımlarsa, firma değişikliğin içeriğini ve tarihini açıklamalıdır. Portföy gruplarında geriye dönük değişiklik yapılmasına izin verilmez.

* Firma, portföy grubunun adında bir değişiklik olduysa bunu açıklamalıdır.

* Firma portföy grubunun oluşturulduğu tarihi açıklamalıdır.

- * 1 Ocak 2010 tarihinden önce firma, takvimdeki son ay portföy değerlerini veya ayın son iş günündeki portföy değerlerini kullanmadıysa bunu açıklamalıdır.
- * Firmalar portföy grubunda yer alan her bir portföyün yıllık getirisinin dağılım ölçülerinin neler olduğunu açıklamalıdır.

1.4.1. Kamunun aydınlatılması ile ilgili tavsiyeler

- * Çeşitli şekillerde tanımlanmış firmaları içeren bir ana şirket söz konusuysa, ana şirket kapsadığı firmaların listesini açıklaması için teşvik edilmelidir.
- * Firma hesaplama metodolojisinde veya değerlendirme de bir değişiklik yaptığı zaman portföy grubu getirisinin performansında önemli bir etki meydana getiriyorsa firmalar bunu açıklamalıdır.
- * Denetlenen firmalar, firmanın denetlenmiş olduğunu portföy gruplarının sunumuna eklemelidir. Portföy gruplarının sunumları dönemler itibariyle yapılıyorsa ve bu dönemler içerisinde firmanın bütünü bazında denetim yapılmamışsa denetimin yapıldığı dönemler açıkça belirtilmelidir.

1.5. Sunum ve Raporlama

Doğru dokümantasyon standardı olmadan başarılı raporlama yapılamaz. Şirket tüm performansını standartlar doğrultusunda hesapladığını kanıtlayabilmek için, gerekli tüm kayıtlara sahip olmalıdır. Bu kayıtlara dayanılarak yapılacak sunum aşamasında artık işin çoğu bitmiştir. Standartlara uyum sağlamanın şartlarından biri de her birisi standartlarla uyumlu sunum tabloları oluşturmaktır. Her bir portföy grubu için içsel ve dışsal risk faktörleri, performans karşılaştırma kriteri olarak portföy grubunun tanımı ve yatırım stili ile standartlarla uyumlu karşılaştırma ölçütü ve diğer benzer verilerin sunum tablosunda bulunması gereklidir. Ancak, firma her portföy grubu için tam uyumlu sunum hazırlamıyorsa, uyumlu olduğunu iddia edemez.

Bütün gerekli açıklamalarla beraber tavsiye edilen ilgili açıklamaları da kapsayan bir temel sunum hazırlamak işi kolaylaştırabilir. Bu temel sunum daha sonra belli portföy grubu istatistiklerini ve açıklamalarını içerecek şekilde değiştirilebilir.

Firmanın tüm portföy gruplarının tanımını ve tam listesini yayınlaması, portföy grubu tanımlamasında, içerdiği portföy sayısı ve portföyün içerdiği varlık meblağı yer almalıdır. 1997'den sonraki tüm dönemler için firmanın toplam varlık yüzdesinin belirtilmesi, 1997'den önceki dönemler için, firmanın, dönem sonunda veya başında bunu yapma seçimine sahip olması, firmanın ya brüt hesaplanan performans sonuçlarını, ya da yönetim ücretlerinin netini göstermesi, Eğer net sonuçlar sunuluyorsa yönetim ücretinin ağırlık oranının açıklanması, performans sunumunun minimum varlık boyutunun altında olan portföy grubundaki ücret ödemesiz portföylerin dahil edilmesinden bahsedilmesi ve portföy grubundan çıkarılan portföylerin açıklanması standartların gereklilikleridir.

AIMR tarafından, müşteriye kişiye özel sunum için, yatırım yönetim ücretinin brüt olarak sunulması, portföy grubunda içerilen portföy ağırlığının gösterilmesi ve tüm dönemler için toplanmış portföy grubu getirisinin belirtilmesi tavsiye edilir. Müşteri için yatırım stratejisi hizmeti veya portföyün getirisi veya potansiyel riski değerlendirebilme olasılığı ile ilgili yeterli bilgi olmalıdır.⁹⁵

1.5.1.Sunum ve raporlama ile ilgili zorunluluklar

Aşağıdaki maddeler her bir portföy grubu sunumu için raporlanmalıdır.

- a. GIPS gerekliliklerini taşıyan en az 5 yıllık performans kayıtlarının (Eğer firmanın kuruluşu, ya da portföy grubunun oluşturulması 5 yıldan daha az ise firmanın kuruluş tarihinden veya portföy grubunun oluşturulduğu tarihten itibaren dönemlerin kayıtları) sunulması gereklidir. Bu 5 yıllık performans sunumundan sonra 10 yıla ulaşıncaya kadar her yılın performansını ek olarak sunmalıdır (örneğin: firma 5 yıllık GIPS uyumlu sunum yaptığı iddiasından sonra, 10 yıllık performans sunumunu yapıncaya kadar o iddia ettiği 5 yıllık uyum süreci üzerine her yılın performansını ilave etmelidir).

⁹⁵ Amenc, a.g.e, s.42.

- b. Bütün yıllar için yıllık getirilerin sunulması zorunludur.
- c. Portföy grubundaki varlık tutarı ile portföy sayısı sunulmalıdır. Ya portföy grubunda temsil edilen firma toplam varlıklarının yüzdesi, ya da her yılın dönem sonundaki toplam firma varlıklarının tutarı sunulmalıdır (Portföy grubu 5 portföyden daha azını içeriyorsa portföy sayısını açıklamak gerekmez).
- d. Her bir yıllık dönem için bireysel portföy getirilerinin dağılım ölçüsü sunulmalıdır (Bütün bir yıl için portföy grubu 5 den daha az portföy içeriyorsa dağılım ölçüsünün açıklanmasına gerek yoktur).
- e. Standartlarla uyum beyannamesinde, firma tanımının standartlara uygun yapıldığı belirtilmelidir.
- f. Portföy grubunun oluşturulduğu tarih belirtilmelidir.

* Firmalar uyumsuz döneme ilişkin performansları için kamuyu aydınlatma gerekliliklerini yerine getirdikçe, GIPS uyumlu olmayan dönemlerdeki getirilerini uyum sağladıkları dönemle ilişkilendirebilirler. Ancak, firmalar 1 Ocak 2000'den sonraki dönemler için sadece uyumlu oldukları dönemlerin getirilerini sunabilirler. (Örneğin, 1995'dan beri faaliyette bulunan, tüm tarihi boyunca gerçekleşen performansını ve taahhüdünü açıklamak isteyen bir firma, getirilerini en azından 1 Ocak 2000 den itibaren GIPS standartlarını karşılayacak şekilde sunmalıdır. 1 Ocak 2000 den önce uyumsuz olduğu dönem için açıklama gerekliliklerini de yerine getirmelidir.

* Bir yıldan daha az dönemler için portföy gruplarının ve portföylerin getirilerinin yıllık esasa indirgenmesine izin verilmez.

* a) Bir firma, başka bir firmayla birleşir veya iştiraki haline getirirse, eski firma veya iştirakinin performans sonuçlarını yeni firma veya iştirakinin ibraz ettiği tarihsel kayıtlarıyla birleştirebilir.

i. Önemli yatırım kararlarının alınmasından sorumlu olacak kişiler yeni firma tarafından belirlenir (örneğin, araştırma departmanı, portföy yöneticileri ve diğer ilgili personel)

ii. Yatırım karar verme süreci ve personel yeni firmada tam ve bağımsız olarak yer alırlar.

iii. Yeni firma sunulan performansı destekleyen dökümanlara ve kayıtlara sahip olmalıdır.

b) Yeni firma eski firmadan sağlanan performans sonuçlarını yeni firmanın performans kayıtlarıyla ilişkilendirerek açıklamalıdır.

c) a. ve b'ye ek olarak, bir firma var olan bir firmayla birleşirse iki firmanın da portföy grup getiri performansları, esas itibariyle tüm varlıklar eski firmanın portföy gruplarından yeni firmaya transfer edilirse süre gelen getirilerle ilişkilendirilmelidir.

d) Eğer GİPS' e henüz uyum sağlamamış bir firma GİPS' e uyum sağlamış bir firmayı, ele geçirirse, uyumsuz firmanın varlıklarının GİPS' e uyumlu hale getirilmesi için 1 yıl süre tanınmaktadır.

1 Ocak 2006 itibariyle portföy grubu, çoklu varlık portföy gruplarından tek bir varlık sınıflı carve-out (alt portföy)ler kullanılarak şekillendirilmişse veya bunları kapsıyorsa sunum, her dönemin carve-out dan oluşan portföy gruplarının yüzdesini göstermelidir.

* Oluşturulan portföy grubunun yatırım stratejisini veya portföy grubunu tanımlayan uygun bir karşılaştırma ölçütü belirlenmelidir. Karşılaştırma ölçütü ile birlikte toplam getiri her bir yıllık dönem için birlikte sunulmalıdır. Eğer bir karşılaştırma ölçütü belirlenmemişse, performans sunumunda karşılaştırma ölçütünün belirlenmeme sebebi açıklanmalıdır. Eğer firma performans sunumunda portföy grubu için kullandığı karşılaştırma ölçütünü değiştirirse firma bu değişikliğin nedenlerini ve değişiklik tarihini açıklamak zorundadır. Eğer herkes tarafından kabul edilen bir karşılaştırma ölçütü veya çeşitli karşılaştırma ölçütlerinden oluşan bir bileşim kullanıldıysa firma karşılaştırma ölçütünü nasıl belirlediğini ve yeniden dengeleme sürecini açıklamalıdır.

* Eğer bir portföy grubu herhangi bir yönetim ücreti ödenmeyen portföy içeriyorsa, firma ücret ödenmeyen portföyler tarafından temsil edilen portföy grubu varlıklarının yüzdesini her bir yıllık dönemin sonunda sunmalıdır.

1.5.2. Sunum ve raporlama ile ilgili tavsiyeler

* Performans sunumu yapılırken aşağıdaki maddeler AIMR tarafından tavsiye niteliğinde belirtilmiştir;

- a) Portföy grubu getirileri; yatırım yönetim ücretleri, yönetimle ilgili masraflar ve vergiden önceki (geri talep edilemeyen vergi kesintileri hariç) tutarın sunulması önerilir.
- b) Tüm dönemler için karşılaştırma ölçütü ve portföy grupları için birikimli getirileri ilave bilgi olarak açıklayabilirler.
- c) Her bir portföy grubu için eşit ağırlıklandırılmış orta ve medyan getirileri ilave bilgi olarak açıklanabilir.
- d) Birikimli portföy grubu getirilerinin zaman içindeki volatilitesi ilave bilgi olarak sunulmalıdır.
- e) Dönem getirileri 3 ay ve/veya daha kısa zaman dilimleri için sunulabilir.
- f) 12 aydan daha uzun dönemler için yıllık esasa indirgenmiş portföy grubu ve karşılaştırma ölçütü getirileri sunulabilir.

* Portföy grubu ve karşılaştırma ölçütü getirileri sunulduğu sürece portföy grubu performans ölçüm (Shape Ölçütü, Treyner Ölçütü, VAR, beta) yöntemlerden hangisinin esas alındığı belirtilmelidir.

* GIPS standartlarıyla uyumlu olan döneme ait 5 yıllık performans sunumu gerekliliği yerine getirildikten sonra geriye kalan dönemlerin kayıtlarını GIPS standartlarıyla uyumlu hale getirmeleri konusunda cesaretlendirilmedi.

1.6. Denetleme

Denetim, yatırım yönetim firmasının performans işlem ve prosedürlerinin “doğrulamayı” bağımsız üçüncü bir taraf vasıtasıyla yeniden gözden geçirilmesidir.⁹⁶ Denetimler sırasında uyum için, yatırım politikalarının ve süreçlerinin de GIPS’ e uyumlu olduğunun gözlemlenmesi gereklidir. Firmanın söz konusu standartlara uygunluğunu denetleyen denetçi, diğer resmi mercilere yardımcı olmanın ötesinde şirketin kendi politikalarının kontrolünü ve standartlara uyumunu sağlayıcı bir faktördür. GIPS’ in doğrulama prosedürüne göre bir denetçi Eğer firmanın yetki tanımı uygun yapılmış ve zaman içerisinde tutarlı olarak uygulanmışsa bunu da tespit etmelidir.

Denetlemenin birincil amacı, GIPS standartlarıyla uyumlu olduğunu iddia eden bir firmanın standartlarla ne kadar uyumlu olduğunu tespit etmektir. Denetleme, performans sonuçlarının sunumunda tutarlılığı, performans ölçüm ekibinin profesyonelliğini ve bilgisini artırmaya katkı sağlayacaktır. Denetleme süreci, performans sonuçlarını bağımsız olarak teftiş etmenin yatırım firmasına maliyetlerini minimize etmek ve performans sunumunun uygun, doğru ve kaliteli olmasını sağlamak arasında dengenin sağlanma çabasıdır. Yatırım firmaları, denetlemenin pazarlama avantajları sağlamanın önemli olduğu kadar firma içinde geliştirilmiş işlemlerin ve prosedürlerin faydalarını da göz önünde bulundurmalıdır. Denetleme prosedürleri taslağında GIPS komitesinin amacı denetlemenin geniş kabul görmesini cesaretlendirmektir. Şu anki uygulamalar çerçevesinde, şirketin GIPS standartlarına uyumunun denetimi önemle tavsiye edilmekte Ancak, zorunlu tutulmamaktadır Bazı ülkelerde, Örneğin, İngiltere gibi, performans sunumlarının bağımsız kurumlar tarafından denetimi zorunluluk haline getirilmiştir. Diğer pek çok ülkede ise, 2005 senesinden sonra denetim çalışmalarının zorunluluk olacağı belirtilmiştir. SPK, ülkemiz için yönetmeliği bu konuda tavsiyede bulunmakla yetinmektedir. IPC 2010 da zorunlu denetlemeyi tüm yönleriyle yeniden değerlendirecektir ve yatırım endüstrisine de her türlü değişikliği uygulayacak yeterli zamanı sağlayacaktır.⁹⁷

⁹⁶ Half Robert “ AIMR Consulting and Verification Services” www.aimr.net\Education and Training.htm 2004.

⁹⁷ IPC, “Guidance Statement on Verifier Independence” 1 Ocak 2006 www.google.com

Denetim şirket yönetimine, bağımsız bir merci tarafından hesapların ve ölçüm yöntemlerinin GIPS' e uyumu hususunda ekstra bir güven verecektir. GIPS' e uyumlu firmalar tarafından denetlemenin genel kabul görmesi firmaların pazarlama ve satış işlemlerine destek olacak bir unsur olarak değerlendirilebilir.

Eğer denetleme yapılıyorsa, bunun kesinlikle bağımsız üçüncü taraf vasıtasıyla (örneğin bağımsız denetçi veya danışmanlık firması) yapılması zorunludur. GIPS' e uyum sağlayıp doğrulama sürecinden geçmiş portföy şirketlerinin %80' i denetim firmaları tarafından bu doğrulama işlemine (standartlar çerçevesinde performans denetimi) tâbi tutulmaktadır.⁹⁸ Geriye kalanların %67' si ise, kısa bir gelecek de denetimi planlarına almışlardır.⁹⁹

1.6.1.Denetlemenin amacı ve kapsamı

- * Denetleme yatırım yönetim firmalarının performans ölçüm işlemlerinin ve yöntemlerinin bağımsız üçüncü taraf olarak yeniden gözden geçirilmesidir.

Denetleme,

- a. Firma, FIRM-wide bazında GIPS standartlarının tüm portföy grubu oluşturma gerekliliklerine uyup uymadığını
- b. Firmanın işlemleri ve prosedürleri GIPS standartlarıyla uyumlu performans sonuçlarının sunumu ve hesaplaması için tasarlanıp tasarlanmadığı

Denetleme raporu firmanın tamamına yönelik olmalıdır; denetleme tek bir portföy grubu için yapılmaz.

- * Bağımsız üçüncü taraf olarak denetleme, yatırım performansının doğru bir şekilde ve tam olarak açıklanmasında yol gösteren ilkeler çerçevesinde açıklandığı konusunda güvenilirlik sağlar. Denetim konusunda firmalar güçlü bir şekilde cesaretlendirilir ve denetimin zorunlu hale gelmesi beklenmektedir. Denetimi zorunlu hale getiren ülkeler bu gerçekleştiğinde kendi yerel standartlarını oluşturacaklardır.

⁹⁸ Aksel,a.g.e., , s.44.

⁹⁹ Pricewaterhouse Coopers “Compliance With Performance Presentation Standards Is Now the Norm Amongst Large Asset Managers” London 9 Jan 2002 Kelvin.laig-Williams@uk.pwcglobal.com .2004.

- i. Denetlemenin gerçekleştirileceği başlangıçtaki minimum dönem firmanın 1 yıllık performansının sunulduğu dönemdir.
- * Denetleme raporu şunları teyit etmelidir:
 - a. Firmanın, FIRM-wide esasında GIPS standartlarının gereklilikleriyle uyumlu olarak tüm portföy gruplarını oluşturacağını kabul edip etmediği ve
 - b. Firmanın işlemleri ve prosedürlerinin GIPS standartlarıyla uyumlu performans sonuçlarının sunumu ve hesaplanması için tasarlanıp tasarlanmadığı

Eğer Denetçi tarafından böyle bir rapor verilmemişse; firma, GIPS standartlarıyla uyumlu olduğunu iddia edemez.
- * Denetleme gerçekleşikten sonra, denetleyici, raporunda firmanın GIPS standartlarıyla uyumlu olmadığını veya firma kayıtlarının tam denetlemeyi desteklemediği sonucuna varabilir. Böyle bir durumda, denetimi yapan denetleme raporunun niçin hazırlanamadığını firmaya belirtmek için tam bir açıklama içeren beyanat düzenlemelidir.
- * Baş denetçi, görüşlerinin temelini kendinden önceki denetçi veya yerel bir denetleyicinin çalışmalarına dayandırabilir.
- * Minimum GIPS denetleme prosedürleri III.B denetleme prosedürleri gereklilikleri bölümünde tanımlanmıştır.

1.6.2.Zorunlu denetim prosedürleri

GIPS standartlarıyla uyumlu yatırım firması denetlendiğinde, denetleyicilerin izlenmesi gereken minimum denetleme prosedürleri aşağıdaki gibidir. Denetçiler firma için denetleme raporu yayınlamadan önce aşağıdaki prosedürleri izlemelidir:

1.6.2.1.Ön-denetleme prosedürleri

- a. Firma bilgisi: Denetçi, firma hakkında yeterli bilgi sağlamak için firmanın yatırım performans raporlarından örnekler ve firmayla ilgili diğer bazı bilgileri elde etmelidir.

- b. GIPS standartları bilgisi: Denetçiler, GIPS standartlarının tavsiyelerini ve gerekliliklerinin tamamını, herhangi bir güncelleştirme içeriğini, raporları, hesap özetlerini, yorumları ve GIPS elkitabı gibi yardımcı olacak materyalleri(www.cfainstitute.org) CFA enstitüsü web sitesi yoluyla elde edilebilirler. Denetçiler, IPC ve CFA enstitüsü tarafından yayımlanan açıklamaları iyi anlamalıdır. Firma uyum iddiasını beyan ettiğinde bütün açıklamalar ve güncellenmiş bilgiler göz önünde tutulmalıdır.
- c. Performans standartları bilgisi: Denetçiler, firmanın uygulayabileceği düzenlemeleri ve ülkenin spesifik kanunlarını bilmelidirler ve GIPS standartlarıyla ülke spesifik kanun ve düzenlemeleri arasındaki herhangi bir farkı belirtmelidirler.
- d. Firma politikası bilgisi: Denetçiler, GIPS standartlarının tüm şartlarına uyum sağladığının tespiti ve uyumun devamlılığı için firmanın varsayımlarının neler olduğu ve politikalarını bilmelidir. En azından, denetçiler, firmanın aşağıdaki prosedürleri ve politikalarını ortaya koymalıdır:
- i. Firmanın yatırım değerlemesi ile ilgili politikası; denetçi, isteğe bağlı yatırımları ve tamamen isteğe bağlı portföyleri tanımlamak için firmanın ilkelerinin neler olduğunu firmadan yazılı olarak almalıdır.
 - ii. Firmanın yatırım stratejisi hakkında portföy gruplarının tanımıyla ilgili politikası; denetçi her bir portföy grubunun içerdiği portföyler için yazılı kriterler ile firmanın tanımladığı portföy grubu listesini firmadan almalıdır.
 - iii. Firmanın portföy gruplarına yeni portföylerin ilave edildiği tarih ile ilgili politikası
 - iv. Firmanın portföy gruplarındaki kapalı portföylerin portföy grubu dışında bırakıldığı tarih ile ilgili politikası
 - v. Firmanın temettü geliri ve faiz tahakkuku ile ilgili politikası
 - vi. Firmanın yatırım menkul kıymetlerinin piyasa değeri ile ilgili politika;
 - vii. Firmanın portföy getirisini hesaplamak için Zaman Ağırlıklı Getiri Oranı metodunun kullanılması politikası
 - viii. Sermaye giriş/çıkış zamanlamasındaki varsayımlar,
 - ix. Portföy grubu getirilerinin hesaplanması için metot
 - x. Firmanın portföy grubu getirilerinin sunumuyla ilgili politikası

- xi. Gelir üzerinden alınan vergilerin zamanlaması ve vergiden sonra performans sunumu için gerçekleşmiş sermaye kazançlarına ilişkin politikaları;
 - xii. Firmanın portföy grubu karşılaştırma ölçütünün kapsamına girmeyen ülkeler/menkul kıymetlerin kullanımına ilişkin politikaları;
 - xiii. Türev ürünler, kaldıraç kullanımı ve performans sunumuyla ilgili prosedürler ve diğer politikaları,
- e. Performans hesaplamaları için değerlendirme bilgisi: Denetçiler, performans hesaplama uygulamalarında kayda alınacak değerlendirme bilgisi için firma tarafından kullanılan politikaların ve metotların anlaşıldığını teyit etmelidir. Denetçiler özellikle aşağıdakileri teyit etmelidir:
- i. Sınıflandırılmış fon akışlarına ait firma politikası (örn, ödemeler, temettüler, faiz, ücretler ve vergiler) kesin getirileri yükseltecektir ve istenen sonuçlarla tutarlılığını sağlar.
 - ii. Firmanın gelir, faiz ve temettü gelirlerini muhasebe işlemi nakit tahakkuk ve nakit hesabı açıklamaları ile tutarlıdır.
 - iii. Firmanın vergiler, vergi iadeleri ve tahakkuk eden vergi işlemleri doğrudur ve kullanılan metot ile kullanılması arzu edilen metot tutarlıdır.
 - iv. Satın almalar, satışlar ve diğer pozisyonların açılış ve kapanışı ile ilgili onaylanmış firma politikaları kendi içinde tutarlıdır ve kesin sonuçları ortaya koyacaktır.
- v. Yatırımlar ve türev ürünler için firma muhasebesi GIPS standartlarıyla tutarlıdır.

1.6.2.2. Denetleme prosedürleri

- a. Firmanın tanımlanması: Denetçiler firmanın uygun olarak tanımlandığını saptamalıdır.
- b. Portföy grubu oluşumu: Denetçilerin aşağıdakilerin doğru gerçekleştirildiğinden emin olması gerekir:
 - i. Firmanın GIPS standartlarına uygun olarak kabul edilebilir kurallar dahilinde portföy gruplarını tanımladığı ve sürekliliğin sağlandığı

- ii. Tüm firmaların isteğe bağlı ücret ödemeli portföylerini portföy gruplarına dahil ettiği,
 - iii. Değerlendirilen firmanın açıklamalarının sürekli ve tutarlı bir şekilde yapıldığı,
 - iv. Her zaman özel portföy gruplarına ait portföyler hariç portföylerin hepsinin kendi portföy gruplarında içerildiği,
 - v. Portföy grubu karşılaştırma ölçütünün tanımlanmış portföy grubu ile tutarlı olduğu ve sürekli uygulandığı,
 - vi. Portföy grubunun oluşturulması ve sürekliliği için firma kurallarının uygun olarak tatbik edildiği; ve
 - vii. Firmanın oluşturduğu portföy grubu listesinin eksik olmaması.
- c. İsteğe bağlı olmayan hesaplar: Denetçiler, firma kontrolündeki tüm portföylerin listesini elde etmeli ve yöneticinin sınıflandırdığı isteğe bağlı, ya da isteğe bağlı olmayan portföyler olarak tanımlanan örnek, yatırım değerlemesinin belirlenmesi için firmanın yazılı ilkeleri ve ilgili portföy sözleşmesi ile uygun olması gereklidir.
- d. Örnek portföy belirleme: Denetçiler, inceleme altındaki yıllar için açık ve kapalı tüm portföy gruplarında içerilen portföylerin listesini elde etmelidir. Denetçiler, firmanın yönetimi altındaki portföyleri seçtikleri örneği kullanarak, GIPS standartlarıyla uyumlu olup olmadığını kontrol edebilir. Denetçiler, inceleme için örnek portföy seçerken aşağıdaki kriterleri göz önünde bulundurmalıdır:
- i. Firmadaki portföy grubu sayısı,
 - ii. Her bir portföy grubundaki portföy sayısı,
 - iii. Portföy grubunun yapısı,
 - iv. Yönetim altındaki toplam varlıklar,
 - v. Firmanın iç denetim yapısı,
 - vi. İnceleme altındaki yıllar ve,
 - vii. Bilgisayar uygulamaları, portföy grubunun sürekliliğini sağlamak için ve portföy grubu oluşumunda kullanılan yazılım, firma dışından performans ölçümü yapanların belirlenmesi ve performans sonuçlarının hesaplanması,

Bu liste tüm detayları içermemektedir. Örnek seçimi ve değerlendirmede kullanılması gereken minimum kriterleri içerir. Örneğin aşırı derecede iyi veya kötü performansı nedeniyle, ya da büyüklüğü nedeniyle portföy grubunun performansına büyük etkisi olan portföy örnek çalışma olarak seçilebilir. Kayıtların eksik olması veya çok büyük örnek seçimleri hatalara neden olabilir ve ilave denetleme prosedürlerinin uygulanmasını gerektirir.

e. Portföylerin yeniden gözden geçirilmesi: Seçilen portföyler için, denetçiler aşağıdakileri tespit etmelidir:

- i. Portföy grubuna portföylerin ilk dahil edilme zamanı firma politikasına uygun mudur.
- ii. Portföy grubundan kapalı portföylerin ihraç zamanlaması firma politikasına uygun mudur.
- iii. Portföy sözleşmesinde ileriye yönelik amaçlar söz konusuysa, yöneticinin portföy sözleşmesi ile belirlediği portföy grubu tanımı ile tutarlı mıdır.
- iii. Portföy grupları için hesap sözleşmelerinden seçilen iz hesaplar vasıtasıyla hesapların oluşturulması
- iv. Aynı portföy grubunda içerilen tüm portföyler aynı ana ilkeleri paylaşır; ve
- v. Bir portföy grubundan diğerine geçiş aşamasında firma müşterilerinin ilkelerinin belgelenmesi yoluyla veya özel hesap sözleşmeleriyle ileri sürülen ilkeler tutarlı olmalıdır.

f. Performans ölçüm hesaplaması: Denetçiler, firma tarafından uygulanan varsayımlarına ve politikalarına göre performans hesaplandığını ve sunumunda bunların açıklandığını belirlemelidir.

Denetçiler aşağıdakileri gerçekleştirmelidir:

- i. GIPS standartlarında belirlenmiş olarak kullanılan (örneğin, ZAGO) kabul edilebilir getiri oranı firmadaki hesapların örneği için getiri oranının yeniden hesaplanması; ve
- ii. Toplam portföy grubu getirisi çerçevesinde bireysel getirinin dağılımının hesaplanması, yıllık getiri oranı işlemi için geometrik

- birleşik getiri ve değer ağırlıklı getirinin kullanıldığını garanti etmek için portföy grubu hesaplamalarında makul bir örnek alınması
- g. Açıklamalar: Denetçiler, sunumun GIPS standartlarının gerektirdiği bilgi ve açıklamaları içerdiğini kesinleştirmek için portföy grubu sunumlarının örneğini tekrar gözden geçirmelidirler.
- h. Kayıtların devamlılığı: Denetçi denetleme raporunu destekleyen yeterli bilgiyi muhafaza etmelidir. Denetçi, denetleme sürecinde firma tarafından yapılan diğer açıklamalar ve firma ana politikalarının teyidini müşteriden ele geçirmelidir.

1.7. Uygunluğun devamı

Eğer standartlara uyum uzun vadede devam ettirilmeyecekse, şirketin GIPS ile uyum çalışmasında bulunması boşuna zaman, emek ve büyük bir maliyet yükümlülüğüdür. Uyumun devamlılığı pek çok firma için sorun olmamaktadır. Bir kez GIPS' e uyum sağlandıktan sonra, bunu her sene tekrar tüm şirket bünyesinde devam ettirebilmek gereklidir. Bunun için katlanılacak ek maliyetlerin proje aşamasında firma tarafından göz önünde bulundurulması gerekli olacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GLOBAL YATIRIM PERFORMANS STANDARTLARININ DÜNYADAKİ GELİŞİMİ

1. DÜNYADA GIPS'E UYUM SAĞLAMA AŞAMASINDA KARŞILAŞILAN ÖNEMLİ SORUNLAR

Global Yatırım Performans Standartları'nın gelişimi performans ölçümü için global bir yapının hızlı bir şekilde kabulüne yol açmıştır. Bir firma hangi performans standartlarına uymayı seçerse seçsin ki bunlar GIPS veya GIPS CVG uyumlu, ya da başka yerel standartlar (kısaca Standartlar) olsun, bu organizasyonun karşılaştığı sorunların dünyadaki diğer firmaların karşılaştıklarına benzemesi muhtemeldir.

Performans sunum standartlarında uyuma ulaşma sorunu; standartlara uyumlu olmayı ve firmaların bu uyuma ulaşırken karşılaştıkları tipik problemleri birçok açıdan incelemektedir. Uyum süreci hem karmaşık hem de zaman alan bir süreç olduğundan, firmaların karşılaştıkları bazı ortak problemlerin ve bunların çözümlerinin bilinmesi çok önemli olabilir.

Otoriteler tarafından firmanın tanımlanması önemli bir sorun olarak görülmektedir ve bir firmanın uyum sürecinde düşünülmesi gereken ilk konudur. Firmanın tanımlanması büyük ve karmaşık firmalar açısından diğer firmalara göre daha büyük sorunlara yol açabilecektir. Her duruma uygun standartların bulunmaması nedeniyle firmanın tanımlanması uzun ve zor bir süreç olmaktadır. Buna ek olarak, uyum sürecinin tamamında olduğu gibi, şirket tanımının zamanla tekrar gözden geçirilmesi gerekebilir.

Portföye farklı zamanlarda gerçekleşen kayda değer nakit akışlarına uygulanacak yöntem, bir süredir çok tartışılan bir konudur. AIMR, 1996'da, portföyün değerinin %10 dan daha fazla tutarda nakit akışı gerçekleşen portföyün portföy grubundan geçici bir süre çıkarılmasını yasaklayarak, onun yerine geçici hesapların kullanılmasını önererek, bu konudaki kuralları açıklamıştır. Bunun birçok şirket için pratik bir yöntem olmadığı belirtilmektedir. Kayda değer nakit akışının yönetimi başlığı altında incelenen bu önemli problemin tarihçesini ve AIMR tarafından Mayıs 2001'de kamuoyuna açılan

ve en kısa zamanda bu konuya ilişkin önerilerin yer alacağı rehber klavuzun yürürlüğe konulması arzu edilen bir durumdur.

Performans sunum standartlarında firmaların mevzuata uyumunda genellikle firmanın pazarlama materyallerinin ve reklamlarının piyasadaki etkinliği açısından yasa koyucuların bu konuyla ilgili olarak GIPS standartlarına ilgisi artmaktadır. Yasa koyucuların, hali hazırda standartlara uyumlu olduğunu iddia eden firmaların denetlenmemesine müeyyide uygulanması konusunda bir düzenlemesi bulunmamaktadır. Ancak, konunun önemi doğrultusunda standartların zorunlulukları ve tavsiyelerinin yeniden düzenlenmesi ile ilgili çalışmalar yapmaları beklenmektedir.¹⁰⁰

Denetim konusu da ayrı bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Firmaların denetimle ilgili değişik ülkelerin yerel standartlarında farklı uygulamaları olabilmektedir. Dünya çapında denetimin gerçekleştirilmesine yönelik tercih edilebilecek pek çok alternatif olmasına rağmen, hali hazırda denetim yaptırılmaması standartlara uyum iddiasında bulunulurken göz önünde bulundurulması gereken önemli bir konudur.

Bu sorunlarla ilgili olarak Dünyadaki pek çok ülkede PricewaterhouseCoopers tarafından gerçekleştirilen “2001 Global Trends in Performance Measurement Table of Contents” konulu anket çalışmasında cevap verenlerden yaklaşık %15’i, Standartlar konusunda eğitim ve bilginin zorlanılan bir alan olduğunu belirtmişlerdir.

1.1. Dünyada Performans Sunum Standartlarında Uyuma Ulaşma Sorunu

Dünyada birçok şirket, GIPS’e mi, GIPS’in ülkeye özel şekline mi yoksa başka bir standarda mı uyması gerektiği konusunda bir karar vermeye çalışmış ve halen çalışmaktadır. Temel sorun, bu kararın maliyet/kâr açısından desteklenebilir olmasıdır; çünkü, bu kararın sadece ilk uyum çalışması için gereken kaynakların ayrılmasını değil, aynı zamanda uyumun sürdürülmesini de kapsamaması gerekmektedir.

Finans piyasalarındaki en iyi uygulamalardan çıkan bazı önemli dersler şunlardır:

- **Uyumun firmanın tüm bölümlerini içermemesinden kaynaklanan sorun;** Uyumun firma içindeki belli sayıdaki grubu kapsamaması gerekmektedir. Uyum kararı genellikle Pazarlama Bölümü’nden veya proje izleme komitesinden başlar.

¹⁰⁰ IPC “Standard I-Professionalism A.Knowledge of the law” 2004, Association for Investment Management and Research® www.google.com.tr 2004.

Ancak, bu süreç sadece bu grupları değil, aynı zamanda performans, hukuk, operasyonlar ve portföy yönetimi' ni de kapsamalıdır.

- **Uyumun bir kere yapılan bir uygulama gibi algılanmasından kaynaklanan sorun;** Firmaların, uyumu bir kere sağladıktan sonra, işlerinin bittiğini düşünmesi sık sık yapılan hatalardandır. Ancak, uyumun sürekli olması denetlenmesi ve sürdürülmesi için, zaman, kaynak ve koordinasyona ihtiyaç vardır.

Uyumun sürdürülmesi için gerekli olan dikkat ve kaynak harcanmadığı sürece, uyuma ulaşılması sadece bir vakit kaybıdır ve yapılan anket çalışmasında cevap verenlerden %15'i, portföy gruplarının sürdürülmesi ve takibinin zorluklar içeren bir konu olduğunu söylemektedirler. Uyuma ulaşılması için nasıl firmanın birçok bölümünün bu işe dahil olması gerekiyorsa, uyumun sürdürülebilirliği için de aynı şey gerekmektedir. Firmalar, her bir grubun sorumluluğunu ve diğer gruplarla olan koordinasyonunu sağlamak üzere, bazı politikalar ve prosedürler geliştirmelidirler. Genel olarak, uyum aylık, ya da 3 aylık bazda, portföy gruplarının düzgün olduğunu görmek için portföylerin taranması ile denetlenir. Açıklamalar gerekli değişiklikleri de kapsayacak şekilde güncellenir. Birçok firmanın, yıllık uyum sunumlarını, tam yıl tamamlanana kadar yılın bir bölümünü içeren bilgileri gösterecek şekilde, yıl boyunca güncellemekte olduğu görülmektedir.¹⁰¹

- **Uyuma ulaşmanın zaman aldığı ancak, bu konuda yeterli zaman ayrılmadığı sorunu;** Firmada GIPS' e uyum konusunda karar verilirken tüm grupların karar sürecine dahil edilmemesi ve acele edilmesi hatalı kararlar alınmasına ve yanlışlıklara sebep olduğu görülmektedir. Uyuma ulaşmak düşünülenenden daha çok zaman alır.

- **Uyumda dokümantasyon eksikliği sorunu;** Öncelikle, bir şirket, Standartlara uyumlu performansını destekleyen bütün dokümantasyonu sağlamalıdır. Yoksa her zaman 'çıkartma sağlama', ya da yolsuzluk suçlamalarıyla karşılaşma riski vardır. İkinci olarak, firma, uyum konusundaki bütün politikalarını ve süreci belgelemez. Bu, yalnızca şirketin uyum iddiasını denetleyebilecek kontrolörlere ve yasa koyuculara yardımcı olmaz, aynı zamanda şirketin kendi politikalarını takip etmesine ve Standartlara uyumlu kalmasına yardımcı olur.

- **Uyumda bir zaman çizelgesi oluşturulmaması sorunu;** Her proje de olduğu gibi, ana adımların atılmasında, amaçların, sorumlulukların ve zaman

¹⁰¹ Ernst&Young, "Preparing for the Revised GIPS Standards" Investment Performance Services, www.google.com 2005.

çizelgesinin açıkça ortaya konması her şeyi kolaylaştırır. Bu projenin yolunda gitmesini ve problemlerin yürütme komitesine zamanında bildirilmesini sağlar. Verilerin toplanması genellikle beklenenden daha uzun sürer. Yapılan Anket çalışmalarında, cevap verenlerin neredeyse %20'sinin gerekli olan tarihsel kayıtları bulmak ve bilgiyi derlemek gibi konularda zorluklarla karşılaştıkları ortaya çıkmıştır. Tarihsel kayıtları ve destekleyici bilgileri bulmak için zaman ve kaynak ayrılması gerekmektedir. Bu veriler olmadan, uyum projesi yarı yolda kalabilir.

- **Uyumda bütün portföylerin tanımlanmaması sorunu;** Firmanın karar verme yetisine sahip olduğu ve yönettiği portföylerin, GIPS' e uyum açısından son beş yılda, ya da AIMR-PPS' ye uyum açısından 1 Ocak 1993'den itibaren, belirlenmesi gerekir. Buradaki sorun firmanın uyumlu olduğu dönemin standartların zorunlu kıldığı minimum 5 yıllık bir süre mi olduğu, yoksa firmanın kuruluşu 5 yıldan az ise, kuruluş tarihinden itibaren mi uyumlu olduğunu belirtmemesidir. Örneğin, firma uyumlu olduğu dönemdeki tüm portföylerini tanımlasa da bu kayıtların 10 yıllık bir süreyi kapsayıp kapsamadığı sorunu ortaya çıkmaktadır. Çünkü, GIPS standartları 10 yıllık tarihsel kayıtların esas alınmasını zorunlu kılmıştır. Standartlar, firmanın minimum uyum dönemini kabul ederek kayıtlarını açıklaması durumunda ek bilgi olarak uyumlu olunmayan dönemlerin de açıklanmasını ve uyumsuzluğun gerekçelerinin açıklanmasını gerektirir. Yeni uyumlu olacak firmalar için, genellikle gerekli olan zaman dönemine uymak bile zordur; dolayısıyla daha uzun bir uyumluluk kaydını oluşturmak için zaman ve kaynak harcamak anlamlı gelmeyebilir. Firma birleşmeleri, alımlar ve değişen sistemler genellikle portföy tanımlanması sürecini zorlaştırır. Müşteri dosyalarının incelenmesi gerekliliğinin yanı sıra, yönetilen varlıklara ilişkin raporların ve fatura raporlarının gözden geçirilmesi, tarihsel portföy bilgisinin tekrar oluşturulmasında yardımcı olacaktır.

- **Uyumda performans ölçüm sistemlerinin yeterli olmaması sorunu;** Kullanılan sistemlerin yeterliliği, uyumun başlatılmasının ve sürdürülmesinin kolay, ya da zor olması açısından çok önemli bir etkiye sahip olabilir ve sistemlerin seçimi konusunda göz önünde bulundurulması gereken birkaç önemli soru vardır. Firma farklı portföy muhasebesi ve performans ölçümü sistemlerine mi sahiptir? Eğer öyleyse, bilgiler muhasebe sisteminden performans sistemine elle mi girilmektedir, yoksa bu otomatik olarak yapılabilir mi? Portföyün ve portföy grubunun performansının

hesaplanmasında ayrı sistemler mi kullanılmaktadır? ve Eğer öyleyse, bilgi aralarında nasıl paylaşılmaktadır? Firmanın devam eden portföy grubu hareketlerini ve bunların analizini yapmakta yardımcı olması için portföy grubu takip sistemleri, ya da yazılımı var mıdır? Performans sistemi ödemeler hariç kârı ve/veya vergi sonrası kârı hesaplayacak kapasitede midir? Aynı zamanda, portföyün minimum varlık seviyesi ve portföy grubu performansı nasıl hesaplanmaktadır – portföyün minimum varlık seviyesinin hesaplanmasında zaman ağırlıklı getiri oranı kullanılarak ve portföyün dönem başı değeri mi ağırlıklandırılmaktadır? Dünyada pek çok danışman şirket tarafından yapılan anket sonuçlarından birçok farklı performans sisteminin kullanılmakta olduğu ortaya çıkmıştır.¹⁰² Cevap verenlerin yaklaşık yarısı şirketin kendi bünyesinde geliştirdiği performans sistemini kullandıklarını belirtmiştir, geri kalanlar da dışarıdan aldıkları sistemleri, ya da hizmet sağlayıcılarını kullandıklarını söylemiştir.

1.2. Firmanın Tanımlanması Sorunu

Firmanın büyüklüğüne ve karmaşık yapısına göre, standartlara uyumlu olarak tanımlanmasına değişik şekillerde yaklaşılabılır. Firma, bu alandaki seçeneklerini değerlendirmeli ve uzun vadedeki amaçlarını da göz önünde bulundurarak, uyumlu olmaksızın amacını (bu genellikle pazarlama amaçlıdır) belirlemelidir. Büyük bir firmayı, geniş varlıklarla ve ürün arzıyla tanımlamanın veya birçok küçük firmayı daha az varlıklarla ve ürünlerle tanımlamanın olumlu ve olumsuz yanları vardır. Standartlar şirketin tanımlanmasında birçok seçenek sunar. Hukuksal, mevzuata ilişkin veya pazarlama konularının yanı sıra fonksiyon veya kur yönetimi konuları da göz önüne alınmalıdır. Firmalar, Global Yatırım Performans Standartları'na (GIPS) ve Ülkeye Özel GIPS' e (CVG) uyum sağlamak için uğraşırken, karşılıklarına önemli bir soru çıkar:

Firmanın tanımlanması sorunu basit gibi görünse de aslında zor bir sorun olabilir. Bir firmanın tanımlanması sırasında ortaya çıkan sorunlar şu şekilde özetlenebilir:

- Yönetimin üst düzey üyeleri ve uyum için oluşturulan operasyon komitesinin, Standartlara uyum sürecinde ve şirketin nasıl tanımlanacağı sorusuna

¹⁰² AIMR-PPS™ “AIMR Adoption of AIMR Performance Presentation Standards”, http://www.aimr.org/standards/issues/redraft_comments.html 2005.

cevap verme aşamasında erkenden konuya dahil edilmemesi bu sorunun ortaya çıkmasına neden olur. Hukuk, pazarlama ve satış, operasyon muhasebesi, portföy yöneticileri ve şirket stratejisi personeli dahil edilmesi gereken ana birimlerdir.

- Bir organizasyon şirketi tanımlamayı ilk olarak yaptığında, genellikle bir adım geri çekilip, organizasyonun tamamını bir gözden geçirmek ve önerilen kararları eleştirmek gereklidir. Bazı organizasyonlar, bu gözden geçirme sonucunda, Standartlar için yapılan şirket tanımının, organizasyonun halka tanıtımı ile uyuşmadığını fark edebilirler. Bazı şirketler, organizasyonlarının halka sunuluş şeklini değiştirmeye hatta yeni bir yapılanmaya gitmeye karar verebilirler. Bu değişiklikler, bazı pazarlama materyallerinin tekrar basılması dışında, birçok şeyi kapsar ve çok masraflı olabilir.

- Şirket bir kez tanımlandıktan sonra, bu sürecin tekrar yaşanmayacağını düşünmemek gerekir. Sektör geliştikçe ve şirketin işi değiştikçe, şirket tanımını değiştirmek ve geliştirmek gerekli ve mantıklı olabilir. Bir değişiklik gerektiren birçok faktör olabilir. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibidir;

- Pazarlama veya dağıtım kanallarında önemli değişiklikler.
- Şirketin tekrar yapılanması veya yasal yapısındaki değişiklikler.
- Birleşmeler ve alımlar.
- Müşteriye sunulan ürün ve hizmet portföyündeki değişiklikler.

Ancak, firma tanımının sık sık değiştirilmesinden kaçınılmalıdır. Eğer firma tanımı çok sık değiştirilirse, bu firma tanımının güvenilirliğini sarsabilir.

Firmayı tanımlamanın özellikle büyük organizasyonlar için çok daha zor olabileceği ve zaman alabileceği açıktır. Şimdilik Standartlar, oluşabilecek bütün firma tanımlama problemlerine çözüm getirmemektedir ve böyle bir amacı da yoktur. Bazı problemlerin açık çözümleri hiç bulunamayabilir.

Birçok organizasyon için, firmanın tanımlanması çabası, üst düzey yöneticileri ve organizasyonun bütünündeki birçok ana bölümü de ilgilendiren devamlı bir süreç haline gelir. İş stratejisi, organizasyon yapısı ve pazarlama hedefleri konusunda ilginç tartışmalar sık sık bu süreç sırasında ortaya çıkar. Bu sorunun hangi hesapların hangi firmaya dahil edileceği konusundan daha fazlasını içerdiği, aynı anket çalışmasıyla açıkça ortaya çıkmıştır. Örneğin, ankete cevap verenlerin %40'ı firmaların bağımsız bir yatırım danışmanlığı firmasından daha farklı bir şey olduğunu söylemiştir. Yaklaşık üçte biri, bankaların, ya da sigorta şirketlerinin yan kuruluşlarıdır.

Buna ek olarak, cevap verenlerin %39'u firmalarının, standartları uygulamak amacıyla birden fazla şirketi olan bir organizasyonun parçası olduğunu söylemişlerdir.

1.3. Portföy Grubu ve Varlıkla İlgili Sorunlar

Standartlardan uygulamaya konmadan önce bir portföy yöneticisine yöneltilen eleştirilerden biri de, portföy yöneticisinin portföy grubunu yönetme yeteneğini gösteren gerçek ortalamadan ziyade onların “cherry picked”^{*} iyi performanslı hesapları sunması olarak belirtilmiştir.

Standartlardan önce hemen hemen tüm portföy yöneticileri gerçek olmayan ortalamanın üstünde performans gösterdiklerini gerek mevcut müşterilerine ve gerekse de olası müşterilerine açıklamaktaydılar. Bu sorunun giderilmesine yönelik standartlar gereği oluşturulacak portföy grupları için firmaların portföy grupları oluşturma sürecinde yetkiyi belirleyen bir politika izlemeleri çok önemlidir. Portföy grubu oluşturmak hem zor hem de maliyetlidir.¹⁰³ Standartlara göre, yetki “yatırım yetkisi” demektir ve bu da firmanın normal yatırım sürecini ve şeklini uygulayabilmesidir. Bu tanım, firmanın portföyü yönetmek için gerekli olan yasal yetkiye ve yetkinliğe sahip olduğunu kabul eder. Ancak, birçok firma, yetkiyi yasal yetki olarak düşünme hatasına düşer. Böyle olunca da, yönetimleri altındaki bütün portföyleri portföy grupları haline getirirler, hâlbuki böyle olması gerekenler sadece yatırım sürecinde, tamamen yetki altında olanlardır (örneğin eğer hesapta firmanın normal yatırım tarzını uygulamasına engel olacak herhangi bir kısıtlama yoksa). Portföy gruplarının oluşturulması, portföy grup ölçütlerinin tanımı konusunda dikkatli davranılmasını gerektirir. Firmalar, portföy gruplarını tanımlarken, tanımı çok geniş tutup anlamsız olmasına yol açmamaya, ya da çok kısıtlı tutup, bütün yönetim tarzlarını kapsamamasına sebep olma gibi sorunlarla karşılaşabilirler.¹⁰⁴

Portföy grubu oluştururken sorun yaratan ve dikkat edilmesi gereken diğer noktalar şunlardır:

* Cherry Picked yalnızca performansı iyi olan portföyün müşteri bilgisine sunulması yerine portföy grubu içindeki tüm portföylerin ortalamasının müşteriye performans olarak sunulmasıdır.

¹⁰³ Carl Bacon, **Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution** (USA:John Wiley & Sons, Ltd, June: 2005-2006), s.171.

¹⁰⁴Private Message to Carl Bacon, administrator@investment-performance.com”<administrator@investment-performance.com> 2005.

- Komisyon alınmayan hesapların komisyon alınan hesaplarla aynı şekilde yönetilip yönetilmediği ve portföy gruplarında beraber tutulup tutulmadıkları sorunu; bazı gerekli açıklamalar yapıldığı sürece, standartlar buna izin vermektedir.

- Çoklu varlık sınıfından oluşan portföylerin içinde ayrıca tekli ve çoklu varlık sınıfı olarak bölümler oluşturulabilmektedir. Bu bölümler carving-out olarak daha önce tanımlanmıştır. Bu bölümlerde yer alan çoklu varlık sınıfı portföylerinin portföy grubuna dahil edilebilmesi (1 Ocak 2005'den itibaren, Eğer bu bölümler bağımsız olarak yönetiliyorsa, tekli varlık sınıfı portföy gruplarına dahil edilebilir) mümkündür. Portföyün nakit yönetimi yaklaşımına bağlı olarak, carving-outların portföy grubuna dahil edilmesi sorun olarak ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, kapatılmış bir portföyün EURO Pasifik portföyünden Asya menkul kıymetleri carve-out olarak düşünülebilir. Carve-outlar genellikle varlık sınıfı, coğrafik bölge ve endüstriyel sektörü temel almaktadır.¹⁰⁵

- Bir portföy grubuna dahil edilebilmesi için minimum portföy büyüklüğünün belirlenememesi sorunu; Minimum portföy büyüklüğü her bir portföy grubu için farklı olabilir. Fakat burada önemli olan nokta portföyün minimum büyüklüğünün rastgele belirlenemeyeceğidir.

- Portföyün portföy grubuna dahil edilmesi, ya da portföyden çıkarılması aşamasında yaşanan zamanlama sorunu; Örneğin, yönetim altındaki portföylerin 3 aylık dönemin ilk/son gününde portföy grubuna dahil edilmesi durumunda performans değerlendirmesinden sonra portföy grubundan çıkarılma nedeni tam olarak açıklandıktan sonra ikinci dönemin ilk/son gününde portföyden çıkarılması gerekmektedir.

Firma her bir portföyün dönem süresince doğru ve adil olarak yönetilmesinden sorumludur. Bazen firmalar portföyü değişik zamanlarda değerlendirip, bu anlık değerlendirmelere göre bu portföyü portföy gruplarına dahil etme hatası yapabilmektedirler. Bir portföy grubundan diğerine geçen portföylere dikkat edilmelidir. Bu portföy grubu oluşturulmasında problemler olduğunun bir göstergesi olabilir. Portföylerin bir portföy grubundan diğerine geçirilmesi Ancak, eğer portföyün müşteri ile yapılan ilk portföy sözleşmesinde bir değişiklik olduysa (değişikliğin olabilmesi için müşteri tarafından onaylanmış yazılı belge gereklidir), ya da portföy

¹⁰⁵ IPC "Guidance Statement on the Treatment of Carve-outs(Revised)" www.aimr.org/standards.html 2004.

grubunun yeniden tanımlanması sonucunda olabilir. Böyle durumlarda, portföyün yönetim stratejisi değişeceği için ve bu portföy bir portföy grubuna dahil olmadığı için, bir 'geçiş dönemi' olmalıdır. Eğer durum böyle değilse, o zaman portföylerin aynı portföy grubunda kalması gerekmektedir.

Bahsedilen anket çalışmasına katılanların %25'inin portföy grubu oluşturulması konusunda, yönetici yetkisinin tanımlanması, portföy yönetim stratejilerinin belirlenmesi ve portföy sözleşmesi değişikliklerinin idaresi gibi problemlerle karşılaştıklarını göstermiştir. Portföy grubu oluşturulurken yeterli düzeyde belgelendirilmenin yapılması ve zaman içerisinde bu uygulamanın kararlılıkla devamlılığının sağlanması çok önemlidir.

Standartlarla uyumlu performans sunumlarında, firmalar, her raporlama döneminde her portföy grubunun temsil ettiği toplam şirket varlıklarının yüzdesini sunmak zorundadırlar.

Anket çalışmasına cevap verenler, şirket tanımlarından birçok farklı portföy tipini çıkarmışlardır. Çoğunluk bütün portföylerin dahil edildiğini söylemesine rağmen, %10 paket ücretli portföylerini, %14 risk sermayesi yatırımlarını ve %20 de garantili yatırım sözleşmelerini yada amortize edilmiş paket ücretli portföylerini dahil etmemişlerdir. Bunların ve benzeri portföylere kısaca aşağıda değinilmiştir:

- **Garantili yatırım sözleşmeleri, paket ücretli portföyler veya benzer ürünler:** AIMR-PPS' e göre, masraftan değerlendirilen bu tip yatırım araçları (tanımına göre firma tarafından yönetilse de yönetilmesede) genellikle firma tanımının dışında tutulur.

- **Yatırım fonları:** Firmalar, karşılıklı yatırım fonlarını genellikle, kurumsal müşterileri için değil, bireysel perakende müşterileri için yönetilmektedirler. Ancak,, Eğer firma daha önce bahsedilen tek şirket danışmanına benziyorsa, yatırım fonları toplam firma varlıklarının bir parçası olabilir ve o zaman da firma varlıklarına dahil edilmeleri gerekir. Eğer firma yalnızca portföy yönetim fonksiyonuna sahipse ve müşterilerinin değişen ihtiyaçlarını karşılamak üzere, danışmanlık hizmetlerini etkin bir şekilde diğer firmalara yönlendiriyorsa, perakende yatırım fonlarını toplam firma varlıklarına dahil etmek daha da doğru olabilir. Yapılan anket çalışmasında cevap verenlerden yaklaşık yarısı yatırım fonlarını ayrı olarak yönetilen portföylerle aynı portföy grubunda tutmakta olduklarını bildirmişlerdir. Yatırım fonlarının bazen ayrı

portföy grubundaki portföylerde tutulabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır. Öyle ki, cevap verenlerden %29'u bunu bütün yatırım fonları için, %15'i de bazı yatırım fonları için yapmakta olduğunu belirtmiştir.

- **İsteğe bağlı olmayan portföyler:** Müşterilerin yazılı talimatları ile getirdiği kısıtlamalar yüzünden, firmanın planladığı yatırım stratejisini tam uygulayamadığı portföyler de, firmanın varlıklarına dahil edilmelidir. Portföy şirketinin stratejisi doğrultusunda varlıkları değerlendirememesi gerçeğine rağmen, bunlar firmanın varlıklarıdır. Bu portföyler, İsteğe bağlı olmayan portföyler olmaları sebebiyle, portföy gruplarına dahil edilmeden de, ayrı olarak yönetilebilir.

- **Risk sermayesi/özel özsermaye:** Genellikle bu portföyler, kote edilmiş hisse senetlerini yöneten grptan farklı metotlar kullanan bağımsız bir grup yönetici tarafından yönetilir. Bu durumda bunlar ayrı bir firma olarak düşünülebilir. Ancak, Eğer müşteriler bu ürünleri ve hizmetleri çalıştıkları kurumun bir parçası olarak görüyorlarsa ve/veya firma, müşterilerine geniş bir varlık sınıflandırması seçimi konusunda tavsiye veriyorsa, o zaman bunların da firma tanımına dahil edilmesi gerekebilir.

- **Paket ücretli portföyler:** Müşterilerden, komisyon ve diğer hizmetleri de kapsayan, her şey dahil tek bir ücret istenen paket ücretli portföyler (Amerika ve Kanada' da yaygın olarak bulunmaktadır), firmanın varlıklarına dahil edilmelidir (firma, tanımına uygun olarak, bu portföylere yatırım yönetim hizmeti sunuyorsa). Ancak,, yatırım fonlarında olduğu gibi, bu portföyler, bölümlendirilmiş portföyler ve kredi ürünlerinden farklı bir şekilde yönetilmektedir ve genellikle farklı portföy gruplarına dahil edilmektedir. Birçok firma, performans raporlamasından da sorumlu olmadıkları için, paket ücretli portföylerin portföy gruplarında tutulmaları gerekmediğini düşünme hatasını yapmaktadırlar. GIPS Yatırım Performans Standartları paket ücretli portföyler için yaklaşık 7 yıllık bir süredir gerekli zorunlulukları düzenlemiştir ve rehber ilkeleri yayınlamaktadır.¹⁰⁶

¹⁰⁶ CFA Institute, "Guidance Proposed to Supplement the AIMR-PPS Wrap Fee Provisions: Wrap Fee Industry Asked to Provide Comment" July/August 2002 Volume 7 Number 4 www.aimr.net\ AIMR Advocate Article3.htm 2005.

1.4. Kayda Değer Nakit Akışının Yönetimi Sorunu

Kayda değer nakit akışlarının performans hesaplamasındaki önemi tüm Dünyadaki portföy yönetim firmaları açısından ihtilafli bir konu olmuştur.

Nakit akışlarının performansı etkilemesinin üç nedeni olduğu düşünülmektedir;

- Portföy yöneticisi var olan pozisyonlara ilave olarak portföye nakit yatırılan parayı kullanabilir.

- Portföy yöneticisi yeni hisse senedi satın alırken elindeki hisseleri satmamalıdır; elde edilen nakit ikinci firmada yatırım olarak değerlendirilebilir, ya da canlanmayı sağlamak için ilave fırsat ile portföyde duran ilk emisyon gerçekleştirilebilir.

- Piyasanın en yüksek noktalarındayken oluşan büyük nakit akışları sonraki azalışa tampon olarak sürdürülebilir; böylece yönetici hisse sahiplerinin itfa paylarıyla karşılaşınca var olan mevcut firma varlıklarının satışı için çaba sarf etmeyecek ve daha sonraki nakitleri kullanarak değerinden çok aşağıda bir fiyattan bazı hisseleri toplayabilecektir.

Uzmanlar nakit akışlarının ne kadar önemli olduğu konusunda hem fikir değillerdir.¹⁰⁷ Performans hesaplamalarında kayda değer nakit akışının yönetimi, bütün dünyada birçok portföy yönetim şirketi için önemli ve zor bir konu olmuştur. Hem AIMR hem de portföy yönetim sektörü, soruna pratik ama aynı zamanda da tarafsız bir çözüm bulmak için uğraşmaktadırlar. Ancak, çözüm bulmak kolay bir iş değildir. 1996'dan önce, AIMR-PPS' ye göre, kayda değer bir nakit akışı yüzünden, bütün bir portföyün geçici olarak portföy grubundan çıkarılıp çıkarılamayacağı konusu açıklık kazanmamıştır. Birçok kişi açısından, yöneticilerin kontrolünde olmayan kayda değer nakit akışının portföyün kısa vadedeki performansını etkileyebileceği ve bunun da portföyün geçici olarak portföy grubundan çıkarılması ve portföyün isteğe bağlı olmayan portföye dönüştürülmesi için geçerli bir gerekçe olduğu kabul görmektedir. Nakit akışı bir portföy grubunun performansını ciddi bir şekilde etkileyebilir, Örneğin, Yatırım Fonu sermayesinin değerinin yılda 20 milyon YTL'den 40 milyon YTL' e yükseldiği, değerlenmeden dolayı artışın 5 milyon YTL ilave edildiği ve diğer 15 milyon YTL' nin yeni hisse senedi sahiplerinin parasını temsil ettiği varsayımı altında

¹⁰⁷ Wiles Russ ve Fredman Albert, **How Mutual Funds Work** (Second Edition. New York:, Prentice Hall, Inc., 1998), s.51-53.

nakit akışının 20 milyon YTL' in %75 olacağı söylenebilir. Bu yüzden de ortaya çıkan performansın yanıltıcı olabileceği öne sürülebilecektir. Bunun sonucunda, birçok firma kayda değer nakit akışı olduğunda, portföylerin tamamını portföy grubundan çıkarmaktadır.

Ancak, 1996 başında, AIMR, şirketlerin kayda değer nakit girişleri veya çıkışları yüzünden portföyleri portföy gruplarından çıkarmamaları gerektiğini belirten bir Soru ve Cevap yayınlamıştır. AIMR' in düşüncesi, bu konudaki boşluk yüzünden bu uygulamanın çok taraflı bir hale geldiği ve firmaların portföy grubundan çıkarmak istediği portföyleri seçerken keyfi davrandıkları yönündedir. AIMR tarafından yayınlanan Soru ve cevaplar şeklindeki kamuoyu araştırmaları, birçok firmanın ihtiyacına cevap verememiştir ve AIMR' den daha iyi çözümler üretmesi talep edilmiştir.

1.5. Hesaplama Metodolojisi Sorunu

Hesaplama metodolojisiyle ilgili olarak anket çalışmasında cevap verenlerin %10'u tarafından zorluk çekilen bir alan olarak tanımlanmıştır. Standartlar, portföy performansının belirlenmesinde bazı kılavuz bilgiler sunmuştur. Düşünülmesi gereken bazı sorular şunlardır: Portföyler nasıl ve ne zaman değerlendirilir? Tahakkuk eden gelir piyasa değerinden mi hesaplanarak toplam gelire dahil edilmiştir? Eğer öyleyse, hangi dönemler için? Performans hesaplamasında dış nakit akışının etkisi nedir ve buna ilişkin ne yapılmaktadır? Zaman ağırlıklı getiri hesaplamasında nakit akışları için portföy getirisini düzeltmekte kullanılan birçok yöntem olmasına rağmen, nakit akışları problemlili bir alandır. Performansın hesaplanmasında ZAGO yöntemini kullanmayan firmalar, daha kesin bir günlük ağırlıklı, ya da dönem ortası hesaplama yöntemi yerleştirilene kadar, daha önceki dönemler için nakit akışının ay ortası ağırlıklı hesaplanması gibi, daha basit ama daha az kesin bir yöntem kullanabilmektedirler.

Portföy performansı hesaplandıktan sonra, firma portföy grubu performansını hesaplamalıdır. Bireysel portföy getirileri dönem başındaki piyasa değerleri baz alınarak

ağırlıklı olarak hesaplandığı sürece, Standartlar değişik hesaplama metodolojileri tavsiye etmektedir.¹⁰⁸

Birçok firma, net ücret üzerinden getiriye hesaplamakta zorlanmaktadır. Bu da farklı yaklaşımların olduğu diğer bir alandır. Eğer bir firma net getirinin önemli olduğuna inanıyorsa, net getiriye direkt olarak portföye ilişkin ücretleri dikkate alarak hesaplamak isteyebilir. Ancak, birçok firma için net getiri önemli değildir. Bunun sebebi bir portföy grubu içindeki portföylerin çok farklı ücret uygulamalarının olması, ya da net getirinin sadece halka açıklanması amacını taşıması (örneğin, reklam için) olabilir. Amerika'daki Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, nispeten kolay bir yöntem olarak, en yüksek ücrete eşit olan model bir ücret şedülü kullanılarak net portföy grubu getirisinin hesaplanmasını önermektedir. Bu yöntemle mümkün olan en düşük getirinin hesaplanmasına rağmen, GIPS' e uyumlu bir hesaplama olacak ve uyumlu performans sunumunda kullanılacak net getiri rakamına ulaşılabilecektir.

1.6. Denetim Sorunu

Her ne kadar “denetim” küresel olarak kullanılan bir deyim de olsa, tarihsel sebeplerle değişik standart uygulamalarında değişik anlamları olabilese de, GIPS' e göre denetimin tek bir anlamı söz konusudur.

Denetçinin firma çapında aşağıdakileri onaylayıp onaylamadığı durumlarda sorun yaşanabilmektedir;

- Firma, firma çapında GIPS' in portföy grubu oluşturulması zorunluluklarına uyup uymadığı
- İşlemlerin ve prosedürlerin performans sonuçlarını GIPS' e göre hesaplamak ve sunmak için düzenlenip düzenlenmediği

Belli bir portföy grubunun getirisini denetletip onaylatmak isteğe bağlıdır ve buna performans teftişi denilmektedir. Uygulamada bazen karşılaşılsa da, GIPS' in öngördüğü denetimde performans teftişi ve portföy kayıtlarının denetimi gerekli değildir.

Bazı ülkelerin performans standartları “denetim”i GIPS'den farklı tanımlar. Örneğin, orjinal AIMR-PPS' ye ve İsviçre Performans Sunun Standartları'na (SPPS)

¹⁰⁸ ABN.AMRO Mellon Global Securities Services “What are the GIPS Standards?” www.wmcompany.com 2005.

göre, denetimin iki seviyesi vardır. 1. seviye denetim, yatırım şirketinin tamamına ve bütün portföy gruplarına uygulanır. 2. seviye denetim bir, ya da daha fazla olabilen ve önceden belirlenen portföy gruplarının performans sonuçları ile ilgilidir. 2. seviye, 1. seviye denetime dayanmalıdır ve tarihsel performans sonuçlarının ve portföylerin kayıtlarının daha derin incelenmesini gerektirir.

1 Ocak 2001’de yürürlüğe giren, GIPS’ in önceden belirlenen portföy gruplarının ek performans incelemelerini de içeren, sadece firma bazında denetim gerekliliğini benimsemiştir. Hali hazırda 2. seviye denetimi olan denetim, Ocak 2003’de “Performans İncelemesi (2. Seviye)” adını almıştır. Çok sayıda portföy yönetim firmasının, ya da yatırım danışmanının 2. Seviye denetimi bırakıp bırakmayacağı konusunda soru işaretleri vardır. Bu arada AIMR Amerika yatırım yönetim sektörü ile sadece firma çapında denetimin denetlenmesinin teşviki konusunda çalışmaktadır ve Amerika ve İngiltere’deki muhasebe şirketlerinin artık GIPS denetimim konusunda rapor verebilecekleri bir standardı vardır.

Alman standardı olan DVFA-PPS’ ye göre, denetim için yapılması gerekenler kabul edilmiştir ve potansiyel olarak ileriye dönüktür. Temelde, DVFA denetiminin temel farkı, denetçinin cari performans getirisini raporlaması ve Eğer daha önce yapılmadıysa, portföy kayıtlarının tutarlılığına bakması gerekliliğidir. Bu denetim özellikle bireysel fona dayalı olmayan portföy yönetimi için uygundur. Bu da DVFA denetiminin AIMR-PPS ve SPPS’ deki 1. seviye ve 2. seviye denetimin bir birleşimi gibi olduğu anlamına gelir. Ancak, AIMR-PPS’ de 2. seviyede denetim sadece seçilmiş portföy gruplarını değil, bütün portföy gruplarını kapsamaktadır. DVFA komitesinin amacı yatırımcılara sunulan performans rakamlarının doğruluğu konusunda yüksek derecede güven vermektir. DVFA standartları, GIPS’ in ülkeye özgü versiyonu olarak onaylanmak üzere teslim edilmeden önce küçük değişiklikler yapılmasını gerektirse de, DVFA komitesinin hali hazırdaki denetim zorunluluklarını hafifleteceği düşünülmemektedir.

Hiçbir yerel standardın olmadığı ve firmaların daha önce AIMR-PPS’ yi benimsemedikleri veya Amerika piyasasını hedeflemedikleri başka ülkelerde, firmaların ek performans incelemeleri olmadan GIPS denetimi yapılmasını istedikleri söylenebilir. Kuşkusuz GIPS denetiminin peşine sayısız performans incelemesi eklemek maliyeti arttırmaktadır. Gelişmiş bir iç kontrol yapısı olan firmalar, bu ek adımın onlara sınırlı

bir fayda sağlayacağını düşünmektedirler. Yapılan ankete cevap verenlerin %60'dan fazlası, portföy gruplarının bazılarının, ya da tamamının 2. Seviye'ye, ya da ülke standardına göre denetlendiğini söylemişlerdir. Bu sonuçtan portföy yöneticilerinin ve danışmanların firma çapında bir denetim yaklaşımını ne kadar benimsedikleri veya ek bir performans incelemesinin (2. Seviye denetim) kendilerine ne derece faydalı olacağı zaman içinde belli olacaktır.

Anket çalışmasında GIPS ile uyumlu olduklarını iddia eden katılımcıların yaklaşık %75'i, gerekli profesyonel beceriye ve uygulama tecrübesine sahip bağımsız bir firma tarafından denetlendiklerini söylemişlerdir. Hali hazırda denetlenmeyenlerden %67'si önümüzdeki yıllar içinde denetlenmeyi planlamaktadır. Açıkça görülmektedir ki, denetim finans piyasasında bir norm halini almaktadır.

1.7. Performans Sunum Standartlarında Firmaların Mevzuata Uyumu Konusunda Kaygılar

Devletlerin yatırım danışmanı firmalara uyguladığı mevzuat bütün dünyada farklıdır. Ancak, hepsinin ortak amacı yolsuzluğu önlemektir. Yasa koyucular genellikle yasaların çok hoşgörülü olduğu pazarlama ve reklam konusunda sorunlar yaşanmaktadır. Örneğin, doğru olmayan ve yanlış yönlendirmeye sebep olan reklamlar; yada yasaların çok spesifik olduğu konulardaki anlaşmazlıklar ve yetersizliklerdir.¹⁰⁹ Örneğin, yasa koyucular, yatırım fonlarının getirilerini hesaplamak için hesaplama metodolojisinin belirlenmesi, birkaç perakende ürün için olanlar dışında, yatırım danışmanı şirketlerine rekabet etmek ve tarihsel performanslarını sunmak konusunda tavsiyelerde bulunmamış ve kurallar koymamışlardır. Dolayısıyla, birçok durumda, mevzuata uyumun yatırım danışmanı şirketlerin performans birimlerinin problemi olmadığı düşünülebilir.

Dünyada az sayıda yasa koyucu PPS' ye uyumu teşvik etmektedir ve pek azının performans sonuçlarının sunumuna ilişkin kuralları vardır. Ancak, pek çok yasa koyucu yatırım danışmanı şirketlerin reklam ve pazarlama uygulamalarını düzenleyen kuralları düzenlemiştir. Bunun anlamı, dünyanın birçok yerindeki yasa koyucuların yatırım danışmanı şirketlerin pazarlama materyallerini ve reklamlarını incelemiş olduğudur.

¹⁰⁹ CFA Institute "IPC Releases Guidelines for Advertising Compliance with GIPS Standards; Asks for Industry Input" <http://AIMR Advocate Article.htm> November / December 2002, Volume 7 Number 6.

Dolayısıyla firmalar, sadece kendi ülkelerindeki özel kurallara ve mevzuata uymakla birlikte PPS' ye uyumu sağlamak için de, iş yaptıkları ülkelerdeki reklam ve pazarlama kurallarını bilmelidirler. Uyum sağlamak için oluşturulan birim sadece reklam ve pazarlama konusundaki mevzuatı değil, aynı zamanda firmanın benimsediği PPS' nin zorunluluklarını da bilmelidir. Bu birimlerin dağıtımdan önce bütün yeni reklam ve pazarlama materyallerini gözden geçirmeleri önemlidir.

Eğer bir yasa koyucu, performansın yanlış sunumu veya PPS uyum iddiasının gerçek olmadığı sonucuna varırsa, firmaya karşı bir yaptırım getirebilecektir.¹¹⁰

2. PERFORMANS STANDARTLARININ DEĞİŞİK ÜLKELERDEKİ UYGULAMASI

2.1. Amerika

Bazı ülkeler uluslar arası portföylere de uygulanan performans sunum standartlarını benimsemiştir. Amerika'da farklı portföy türlerine çeşitli düzenlemeler uygulanmaktadır. Yatırım fonları Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission) (SEC) tarafından düzenlenen ve zorunlu tutulan kuralları izlemektedir. Emeklilik fonları, çalışan emeklilik gelir güvence kanunu (ERISA) uygulamasına tabidir. Kamu emeklilik fonları federal veya yerel hükümetler tarafından düzenlenen ve zorunlu tutulan düzenlemeleri izler. Bu performans sunum düzenlemeleri uluslar arası çeşitlendirilmiş portföylerin yönetiminde rehberlik etmemekte ve eğer düzenlemelere uygun davranılmazsa müeyyide uygulanması noktasında yetersizdir. Son yıllarda, SEC pazarlama ve reklam materyallerindeki PPS uyum iddiaları da dahil olmak üzere, yatırım performans sonuçları denetimini sıklaştırmıştır. SEC firmaların herhangi bir PPS' yi benimsemelerini zorunlu kılmamakta, Ancak, örneğin Eğer portföy firmaları tarafından yanlış bir AIMR-PPS uyum iddiası olursa, firma SEC' ten 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu'nun 206(4)-1(a)(5) maddesine göre iddianın potansiyel olarak "yanlış ve yanıltıcı" olduğunu söyleyen bir kusur mektubu almaktadır. SEC, aynı zamanda firmanın yanlış tanıtımını içeren materyali alan herkese yazılı olarak yanlış bir uyum iddiasında bulunduğunu bildirmesini isteyebilmektedir. Daha büyük

¹¹⁰ AIMR Standards Performance and Ethical, "The Adoption of GIPS at the Country Level", www.aimr.net/The_Adoption_of_GIPS_at_the_Country_Level.htm. 2004.

olaylarda, SEC yaptırımları olan yargı yoluna gidebilmekte ve sonuçlar halka açıklanabilmektedir. Böyle bir yaptırım davasında, SEC, belli bir dönem için, gelecekteki bütün işlemlerde sonucun bir kopyasının gösterilmesini ve belli bir zaman diliminde karşı tarafın yeni bir danışmanlık anlaşmasını bozmasına izin verilmesini isteyebilmektedir. Uyum iddialarının yanlış olduğu saptanan durumlarda SEC' in uyguladığı yaptırımlar, halka açıklamalar, para cezaları ve gelecekte yapılacak PPS' ye göre performans sunumu iddialarını denetlemek üzere, danışmanların bağımsız üçüncü bir taraf tutmalarını içermektedir. Diğer yanlış reklam iddiaları destekleyici belgelerin yokluğu, yanlış performans hesapları (mesela uygulanacak vergilerin düşülmemesi ve dolayısıyla sonuçların yüksek çıkması gibi) ve istenen açıklamaların yapılamamasını içermektedir.¹¹¹

AIMR standartları, temelde adil, doğru performans hesaplamasının yapılması ve tarihsel performans kayıtlarının sunumunu teşvik etmektedir. Önemle üzerinde durulan portföy grubu oluşturulması AIMR sunum standartlarının merkezini oluşturmaktadır. Amerika' da portföy yönetim firmaları kesinlikle GIPS' e uyumlu portföy gruplarını oluşturmakta ve bağımsız denetimden geçirmektedir.¹¹² Amerika veya Kanada uyruklu müşteriler için Amerika veya Kanada borsalarında yönetilen tüm portföyler AIMR standartlarına uygun portföy grupları içinde sunulmaktadır. Firma varlığı tanımı ülkeler bazında ve uluslar arası varlıkları yöneten portföy yönetim firmaları için açıklığa kavuşturulmalıdır. Portföy yöneticileri bir veya daha çok para bazlı yönetilen tüm varlıklar için firma varlık tanımı yapabilmektedirler. Örneğin, İngiliz Poundu ile yönetilen varlıklar için ve Amerikan doları ile yönetilen varlıklar için firma varlık tanımı ikiye ayrılarak tanımlanabilmektedir. Bir yatırım firması farklı döviz cinsleri için değil bir döviz cinsi için standartlara uyumu tercih edebilmektedir.¹¹³

Müşterilerine performans sonuçlarını GIPS' e uyumlu olarak sunmak gönüllülük esası üzerine kurgulanmıştır. Standartların daha öncede bahsedildiği gibi temel amacı, adil ve doğru sunumun tam olarak kamunun aydınlatılarak yapılmasıdır. Dünyada 26

¹¹¹ Pricewaterhouse Coopers, “2001 Global Trends in Performance Measurement Table of Contents” www.pwcglobal.com 2004.

¹¹² Japonica Partners “japonica Largest and First Billion Dolar Private Equity GIPS® Verified” December 28,2005 mhtml:file://E:\Japonica Partners News&Presentations(Headline).mht

¹¹³ Bruno Solnik, **International Investments** (Third Edition. Paris: Addison-Wesley Publishing Co.,Inc, 1996) , s.565.

ülke standartları ya İngilizceden direkt çeviri olarak, ya da GIPS' in ülkesel versiyonu olarak benimsemiştir.¹¹⁴

2.2. İngiltere

CFA's' nin Faaliyetleri Dünya genelinde hızla yaygınlaşmaktadır. GIPS Standartlarının detaylarının portföy yönetim firmaları tarafından incelenmesi kuvvetle tavsiye edilmektedir. Değişik ülkelerdeki portföy yönetim firmalarının AIMR' i tanınmasına rağmen değişik performans sunumlarıyla karşılaşılabilmektedir. GIPS' e uyumun zorunluluklarını yerine getirmek ABD ve Kanada dışındaki AIMR' e bağlı üyeler için pratik olmayabilir. Örneğin, İngiliz emeklilik fonları için İngiliz hayat sigortası istatistikleri uzmanları performansla ilişkin kuralları yönlendirmektedirler.

Financial Times Mandate' e göre “Standartlara uyum sağlamak zordur, ancak, doğru planlama, kaynaklar, yönetim ve tasarı zamanlaması ile zahmetsiz olarak başarılabilir. İşin en önemli kısmı çaba gerektiren ve zaman alan proje aşamasıdır.¹¹⁵

İngiltere hükümeti CFA enstitüsü yönetim Kurulu 1999'da yatırım performans sunumu ve hesaplaması için Dünya genelinde kabul gören standartlar olarak GIPS' i onaylamıştır. 2000 yılında İngiltere Ulusal Emeklilik Fonları Birliği (NAPF), UK Yatırım performans Standartları (UKIPS)'i GIPS' in İngiltere versiyonu olarak uygulamıştır.¹¹⁶

Ulusal emeklilik fonları kurumu (NAPF), portföy firmasının dışındaki servisler tarafından hesaplanan performans zorunluluğu için İngiliz standartlarını oluşturmuştur. NAPF' a göre tarihsel performansı hesaplamak ve sunmak için güvenilir olan ve dışarıdan performans ölçüm hizmeti veren servisler kullanılan İngiliz finans piyasasında, farklı portföyler için dışarıdan farklı servisler kullanıldığında portföyleri portföy grupları içinde bir araya toplamak çok zor gerçekleştirilecektir. NAPF' in zorunluluklarına göre, hesaplanan performans hizmetini tercih eden bazı müşteriler ve çok büyük yatırım firmaları için dışarıdan servislerin çeşitliliği bir kuraldır. İngiliz

¹¹⁴ -----“Getting to grips with GIPS: Global Investment Performance Standards”
http://www.crownagents.com/uploads/public/images/InfoPages/CAIM/Getting 2008.

¹¹⁵Mandate “Being part of the big GIPS conversation” July 2004
http://www.ftmandate.com/news/fullstory.php/aid/67/Being part of the big GIPS 2004.

¹¹⁶ Regan Damian “ Rules to set the record straight” damian.regan@uk.pwc.com 2006.

standartları uluslar arası portföyler için iyi kalite de performans ölçüm ve sunumuna uygundur.¹¹⁷

İngiltere'nin Mali Hizmetler Otoritesi (FSA), PPS konusunda özel düzenleyici kurallar ilan etmemiştir. İngiltere'de mevzuata tabi bütün mali hizmet şirketleri “yüksek düzey” diye bilinen prensiplere ve reklam ve pazarlama kurallarına tabidir. FSA, firmaları reklam açıklamaları hakkında çok dikkatli olmaları konusunda uyarılmaktadır. Yüksek düzey prensipleri, firmaların yüksek dürüstlük standartları izlemelerini, adil davranmalarını ve gerekli özen, itina ve ihtimamı göstermelerini gerektirir. Firmaların iç kontrol önlemlerini almaları ve yanlış açıklamalar yapmamları beklenmektedir. Firmaların reklamlarının doğru olduğuna ve yanıltıcı olmadığına inandırmaları için mantıklı bir temelleri olması gerekir. İngiliz yasa koyucular PPS' e uyum iddialarını özel olarak kontrol etmemektedir. Ancak, firmaların kendi kontrollerini yapmaları beklenmektedir. İngiltere'de iç düzenleme sık rastlanan bir uygulamadır ve firmaların FSA' yı önemli ihlaller konusunda uyarmaları gerekmektedir. Eğer bir firma reklam ve pazarlama materyallerinde yanlış bir uyum iddiasında bulunuyorsa, yasa koyucuların uygulayabileceği birçok işlem vardır. Örneğin, FSA firmalardan söz konusu materyali çekmelerini, enformasyon sistemlerini güçlendirmelerini, iç kontrol politikalarını ve prosedürlerini geliştirmelerini, ya da reklam onay süreçlerinin gözden geçirmelerini isteyebilmektedir. Uygulanan yaptırımın ağırlığı, iddianın kasıtlı mı yoksa yanlışlıkla mı yanıltıcı olduğuna göre belirlenmektedir. Çoğu yasal uygulamalar halka açıklanmamaktadır. Ancak, kasıtlı yanıltmalar para cezası veya firmaların isminin ve çalışanlarının kimliğinin halka açıklanması ile cezalandırılabilir.¹¹⁸

İngiltere 2003 yılında, Ocak 2006 dan geçerli olmaya başlayacak gayri menkul varlıkları ve öz varlık araçlarının performans ölçümünde standardizasyon için IPC ilkelerini uygulamaktadır. İngiltere' de 2005 yılında yeniden revize edilip yayınlanmış GIPS standartları 2006 yılında yürürlüğe konmuştur.

Özellikle İngiltere, Almanya ve İsviçre'deki GIPS' e ilişkin ek yaptırımların neden olacağı ek maliyetler portföy yönetim maliyetlerine ilave edildiğinde ve bazı

¹¹⁷ The Intertek Group “Quantitative Methods in Asset Management Research Note III:Measuring Risk and Performance” Paris 04/2001 www.google.com.tr 2006.

¹¹⁸ The International Group “Quantitative Methods in Asset Management Research Note III: Measuring Risk and Performance” Paris: 04/2001 www.google.com.tr 2005.

durumlarda ticari kazanç fırsatlarını engelleyebilmektedir. İngiltere’ de portföy yöneticileri GIPS’ e uyum sağlamak için katlanılması gereken sorunların en önemlilerinden biri olan maliyet sorununu da çözmeye çalışmaktadırlar. GIPS standartları UK’ daki portföy yöneticilerinden Performans hesaplama ofis idare şefi Anthony Howland “portföy firmalarının maliyetler konusunda endişeli olduğunu ifade etmiş” ve “GIPS’e uyum sağlamak için maliyetlere katlanmak milyon dolarlık soru gibi görülebilir. Çok büyük çaplı portföy yöneticilerinin bazıları için baştanbaşa proje harcamaları ön plana çıkabilir.” demektedir. Ancak, “GIPS ile uyumda maliyet pürüzü portföy yöneticilerini standartları yürürlüğe koymaktan ala koyamayacaktır. Gerçeği söylemek gerekirse, bazı portföy yöneticileri gerekli rekabete dayalı avantaj sağlayan GIPS standartlarına bağlılığı gerekli görmektedirler.” demektedir.

Hem İngiltere (London), Amerika (Boston, New York, Hartford) hem de Canada (Toronto) faaliyetlerini yürüten finansal hizmetler konusunda önemli tecrübelere sahip Eagle Investment Systems, portföy yönetim firmalarına AIMR-PPS/GIPS ile uyumlu olarak özellikle portföyün hacim olarak büyümesi durumunda çok fazla çaba gerektiren portföy grubu bileşenlerinin iz kayıtlarının saklanması, portföy gruplarının devamlılığının sağlanması ve denetimden geçmiş portföy grubu performans sonuçlarının kamuya açıklanması konularında hizmet vermektedir. Bu hizmeti talep eden portföy yönetim firmalarının GIPS’ e uyumlu performans sunumu ve doğru bilgilendirmeye ilişkin çabaları açıkça görülmektedir.¹¹⁹

Büyük Britanya, Ulusal Emeklilik Fonları Birliği Londra, GIPS’ e ek olarak yerel zorunlulukların taslağını yayımlamıştır. Bu taslak, standartlar ile uyumlu firmanın zorunlu olarak dışarıdan denetlenmesi için tartışmalı bir öneriyi içeren NAPF’ s GIPS komitesinin üyeleri tarafından Ağustos 2004 de tartışmaya açılmıştır. GIPS, para yöneticisinin GIPS’ e uyumlu olabilmesi için performansını ölçen üçüncü taraf yoluyla denetlenmesini zorunlu tutmamaktadır. Bu nedenle dışarıdan denetleme talebi gereksiz bir maliyet olarak algılanabilecektir. Ancak, piyasadaki artan rekabet eninde sonunda maliyetlerin düşmesine sebep olacaktır. İngiltere’de HSBC Global Fon Hizmetleri Ltd, Edinburg şirketinde otorite olan Mr Gould, kendilerinin sunduğu gibi yeni performansın denetleme hizmetleri sağlanacağını umduğunu belirtmekte ve dışarıdan 3. taraf yoluyla denetleme işleminin standartları yürürlüğe koymak için temel olduğunu düşünmektedir.

¹¹⁹ EAGLE Investment Systems “Eagle Performance” www.eagleinvsys.com 2008.

Ancak, firmaların diğ erleri ile rekabet edebilmesi için ayrıca firmalara denetleme maliyetini yüklemek istememektedirler.

PWC'ın anket çalışmasında cevap verenlerden %95'i yatırım performans raporlama yaklaşımında standartlaşmaya doğru adım attıklarını ya performans sunum standartlarına uyumlu olduklarını, ya da yakın bir gelecekte uyum sağlayacaklarını ortaya koymuştur. Kelvin Laing- Williams “ GIPS® standartlarının gelişimi performans ölçümü için global iskeletin hızlı kabulüne yol açacaktır. Performans standartlarını benimseyen firmalar için Dünya'nın her neresinde standartlar yerelleştirilirse, portföy performansına ilişkin konular muhtemelen benzer olacaktır.” demektedir.¹²⁰

Avrupa kıtasında finans piyasası uygulamaları Anglo Amerikan standartlarının gerisindedir. Performans odaklanma kısmen portföy yönetiminde kurumsal yatırımcılara bel bağlandığından dolayı Avrupalılar arasında yakın geçmişe sahiptir.¹²¹

2.3. Almanya

Almanya'da PPS uyumu bir mevzuat konusu değildir. Çünkü, bu konudaki bilinç nispeten yeni oluşmaktadır ve az sayıda firma uyumlu olduğunu iddia etmektedir. Almanya'nın yerel standardı (Germany's local standards) (DVFA-PPS) gibi bir PPS' ye uyum isteğe bağlı olduğu için, Federal Bankacılık Denetleme Ofisi'nden (Federal Banking Supervisory Office) (BAKred) bu konuda geniş bir denetleyici mevzuat oluşturması için bir çalışma talep edilmemiştir.¹²² Ancak, bir firma yatırım performansı konusunda yanlış veya yanıltıcı reklam yaparsa, yatırımcılar firmadan tazminat almak için yasal bir işlem başlatabilmektedir. Ancak, firmanın yeterliliği ve yatırım danışmanlığı sürecinin uygunluğu konusunda kuşklar oluşursa, o zaman BAKred firmaya karşı işlem başlatabilmektedir.

Bu gelişmelerin ardından, Almanya' nın AIMR' a katılması, CFA® (Chartered Financial Analyst T)'ya üye olmak için talepte bulunması ve finans piyasasının büyüyen globalizasyonu Alman yatırım profesyonellerinin GIPS standartlara uyum sürecini başlatmasına sebep olmuştur. Almanya Düsseldorf West CB Research GmbH

¹²⁰ PWC “Compliance with Performance Presentation Standards Is Now the Norm Amongst Large Asset Managers” London, 9 Jan. 2002 Kelvin.laig-Williams@uk.pwcglobal.com 2004.

¹²¹ Solnik, **a.g.e.**, s.566.

¹²² Lilla Jörg, “Performance Presentation Standards in Germany” ERNST & YOUNG Newsletter Interview, <http://swissbanking.org/ey-gips-spps-neqsletter-march-2005.pdf>

Yönetim Kurulu Başkanı, AIMR network' e katılmış 24 ülkede profesyonel kuruluş ve 98 ülkede 45 000 üyenin birinci başkanlığını yapan ve aynı zamanda Almanya' da profesyonel standartların (GIPST) oluşturulması konusunda ünlenmiş olan Helmut Henschel, “ AIMR ve diğer yatırım profesyonelleri tarafından 135 ulustan 70 000 den fazla adayın adına yürütülen saygın CFA programı kâr amacı güden bir organizasyon değildir. Bu konu herkes tarafından çok iyi bilindiği için ülkelerin standartlara uyum sağlamaları yine kendileri adına faydalı ve kârlı sonuçlar doğuracaktır.” görüşündedir. Alman Bank Oppenheim in Cologne müdürü Iris Uhlman da, “ Global Yatırım Performans Kurulu (Global Association Investment Performance) (GAIP) büyüyen global sermaye piyasalarında çalışan uygulayıcılar arasında eğitim ve yatırım etiklerinin en yüksek seviyesinde CFA kimliğini gösteren belgeleri izleyen Alman yatırım profesyonellerinin sayısını artırmayı desteklemek için oluşturulmuştur.”demektedir. CFA için 50 üye adayı ile kurulum başlatılmıştır. Uhlman, “Kuruluşun biçimlendirilmesinde CFA adaylığını sağlamak için finans piyasalarının büyümesi çok büyük rol oynamıştır ve Yatırım endüstrisi daha da global hale geldiği için daha çok Alman profesyonel uluslar arası backgrounda sahip olmayı ayrıca CFA adaylığını gösteren belgelere sahip olmayı istemektedir ve Dünya genelinde bilinen GAIP bunu başarmayı istekli olanlara zemin hazırlayacaktır.” demektedir. CFA kimliğini gösteren belgeleri düzenlemek için çalışan Alman adayların sayısı 620'den fazladır.¹²³

The World Markets Co. GmbH, Frankfurt müdürü David Mark, “Almanya yatırım endüstrisi ofisleri GIPS' in 3 aylık performans rakamlarından daha katı olan aylık raporlama standartlarını yöneticilerden sağlamayı gerektiren planlamayı benimsemişlerdir. Almanya'daki para yöneticilerinin rekabeti toplam getiri hesaplamasındaki kazançlar kadar gerçekleşen ve gerçekleşmeyen zararları beyan etmeyi gerektirecektir. GIPS gerçekleşmeyen zararların dahil edilmesinden özellikle bahsetmemektedir, fakat Alman otoriteleri tam olarak neyin zorunluluk olduğunun belirtilmesi için heveslidirler.” demektedir. Performans hesaplamasında kullanılan metodoloji ve değerlendirmenin istendiğinde kamuya açıklanabilmesi sadece GIPS' in tavsiyesidir. Alman standartları 1 takvim yılı olarak sunulan dönemi belirtmeyi

¹²³ Valentine Kathy “GermAN Association of Investment ProfessionalsForms, Joins Association For In The Management and Research” Charlottesville, Va.,USA Dec.6,2000 file://D.\German Association of Investment.....html 2005.

gerektirir. kılı kırk yarmak (Hair-splitting) gibi görülen bu zorunluluklardan bazılarının amacı portföy yöneticileri arasında daha kolay karşılaştırma yapılabilmesidir. Fakat, yatırım danışmanların ve portföy yöneticilerinin problemi, yerel standartlarla uyum sağlanmadıkça yerel yaptırımlar için muhtemelen yatırım firmalarının girişimin dışında bırakılmasıdır.

WM Co. idari müdürü Brian Henderson “GIPS’ le uyumlu olmayan portföy yöneticileri emeklilik fonu yaptırımları için seçilen yöntemin dışında bırakılabilecektir.” demektedir.

Fakat, ulusal düzeyde farklılıklara inanmayan Londra Foreign & Colonial Management Ltd. performans ölçüm ve risk kontrol müdürü Carl Bacon’un bu konudaki saptamaları önemlidir. “Ulusal farklılıklar ile uyumluluk daima standartlarla karşı karşıya olan bir firma için “minor step” olabilir.” demektedir. Çok büyük Alman yatırım bankalarından birinin para yöneticisi “yerel standartların zorunluluklarına ilave olarak GIPS standartları gereksizdir, Ancak, fon yöneticileri isteksiz olsalar da uyum sağlamalıdır çünkü bu yapılmalıdır.” demektedir.¹²⁴

2.4. Japonya

Mali Hizmetler Ajansı (The Financial Services Agency) (FSA) performans hesaplaması ve sunumu konusunda genel düzenleyicidir. Ancak, yatırım şirketleri SAAJ-IPS mı (Japonya’nın yerel standardı), ya da başka bir PPS’ e mi uyumlu olacaklarına kendileri karar vermektedir. FSA, PPS’ e uyum konusunda önceden yol göstermekten çok, sonradan denetimin önemini vurgulamaktadır. FSA tarafından her bir yatırım danışmanlık hizmeti için, denetim için odaklanılması gereken önemli konuları anlatan bir “FSA Denetleme El Kitabı” yayınlamıştır. Şirketler politikalarını ve prosedürlerini gözden geçirirken bu kitabı kullanabileceklerdir. Nisan 2000’den önce az sayıda firma PPS uyumlu olduğunu iddia etmiştir ve bugüne kadar bildiği kadarıyla FSA yalan iddialar konusunda herhangi bir işlem yapmamaktadır. Ancak, bir problem

¹²⁴ Beatrix Payne “ Countries Adding Their Own Rules to GIPS” 08/23/99, Vol.27, issue 17 <http://www.ebsco.com.tr/EBSCOhost3.htm> 2006.

olduğunda FSA' in müdahale etmesi muhtemeldir. Eğer, bir yanlış işlem iddiası ortaya çıkarsa, FSA' nın ağır yaptırımlar uygulamaya yetkisi bulunmaktadır.¹²⁵

Yatırım yöneticileri arasındaki rekabetin uluslararası hale gelmesi ve emeklilik fonlarındaki gelişime bağlı olarak Japonya kapsamlı olarak hala net defter değerine güvenmektedir. Diğer bir deyişle, gerçekleşmeyen kârlar ve zararlar toplam getiri oranının hesaplanmasına dahil edilmemektedir. Serbestleştirme ve rekabet performans ölçümünde Anglo Amerikan yaklaşımına doğru Japonya'nın artan bir çabası söz konusudur.¹²⁶

2.5. İsviçre ve İsveç

İsviçre' de Singapur'a çok benzeyen bir uygulama vardır. İsviçre Standartları (SPPS) GIPS'in Ülkeye Özel Versiyonu olarak tekrar yazılmıştır ve 1 Ocak 2002'de yürürlüğe girmiştir. SPPS yatırım yönetim sektörü tarafından olumlu karşılanmıştır. SPPS' nin sponsorluğunu, bir sektör kuruluşu olan İsviçre Bankalar Birliği (Birlik) yapmaktadır. Birliğin üyeleri, Birliğin kurallarına ve konvansiyonlarına uymak zorundadır. Birlik devletin Federal Bankacılık Komisyonu (FBC) ile yakın işbirliği içindedir ve kendi kendini düzenleme rolü FBC tarafından kabul edilmiştir. FBC, Bankacılık Kanunu'nun ve Yatırım Fonu Kanunu'nun yürütülmesinden ve uygulanmasının denetlenmesinden sorumludur. Kanunlara aykırı büyük olaylarda FBC yönetim şirketinin, ya da bankanın iş lisansını iptal edebilir. Her ne kadar FBC resmi olarak bir PPS' yi onaylamamış, ya da teşvik etmemiş olsa da, Birlik ile olan yakın ilişkisi sebebiyle, yatırım şirketleri için SPPS' yi gayri resmi olarak kabul etmiştir. Ancak, çok yakın bir gelecekte portföy yönetim firmalarına yüksek maliyet ve sorumluluk getirirse de piyasanın büyüklüğü -800 kadar portföy yöneticisi ve her yıl sunumu yapılan 200 000 rapor kapasitesi- İsviçre'de GIPS'i zorunlu hale gelmesi için zorlayacaktır.¹²⁷

¹²⁵ Aimr pubs.org AIMR ADVOCATE GIPS™ : Focus on Asia Pacific January/February 2001 file://A:\AIMR Advocate Article.htm 2004.

¹²⁶ Bruno Solnik, **International Investments** (Third Edition. Paris: Addison-Wesley Publishing Co.,Inc, 1996), s.566.

¹²⁷ John A. Sandwick "GIPS&IAMs in Switzerland" 2 November 2006, Zurich
www.encremanagement.com

Ocak 2005 de, İsveç, en az 10 yıl için performans rakamlarını kamuya açıklamalarını portföy yöneticilerinden talep etmiştir ve portföy grupları ve karşılaştırma ölçütlerinin her ikisinin de riskinin ölçülmesini sağlamalarını istemiştir. Daha önce anlatıldığı gibi GIPS firmalara performans rakamlarının minimum 5 yıllık ilan edilmesini zorunlu tutmaktadır. İsveç ofisleri riskin nasıl ölçüldüğünün 2004 yılından sonra detaylı olarak rehber klavuzda yayınlanmasını beklemektedir. Muhtemelen rehber klavuzda Alfa ve Sharpe rakamlarıyla yapılan ölçümde özvarlık fonları dikkate alınmış olacaktır. Risk ölçümüyle ilgili açıklama GIPS’ te sadece tavsiye iteliğindedir. Mr. Von Euw “Bu standartlar müşterinin doğru soruları sormasını sağlamaktadır.”demektedir.

Denetleme konusunda ise, İsveç performans sunum standartları komite başkanı ve Julius Bear Asset Management Ltd. Zurich müşteri hizmetleri ve piyasa başkanı Hans Joerg von Euw “İsveç yatırım ofislerinin GIPS’ e uyum için dışarıdan denetleme zorunluluğu olması gerekir.” demektedir.

2.6. İtalya

Bir sanayi grubu olan İtalyan Yatırım Performansı Komitesi (The Italian Investment Performance Committee) (IIPC), GIPS’in İtalyanca’ ya çevrilmesini ve performans hesaplanırken İtalyan UCITS vergisinin etkisini ortadan kaldırmak için bir performans hesaplama yöntemi önermiştir. Bir sonraki adım, Ülke Teklif değerlendirme Komitesi (Country Submission Status Committee)’nin çevirisini önerilen hesaplama yöntemini değerlendirmesidir. İtalya’nın mali piyasa düzenleyicisi CONSOB, İtalyan ve yabancı UCITS birim fiyatları/hisse senetleri ve açık uçlu emeklilik fonları için reklamcılık kurallarını koymaktadır. Bu kurallar sadece performans geçmişinin anlamlı bir karşılaştırması için gerekli olan minimum kriterleri ortaya koymakla kalmamakta, daha da önemlisi, gelecekteki performans beklentisi potansiyel yatırımcıları (örneğin perakende müşterileri) yanlış ve yanıltıcı bilgidir ve gerçekçi olmayan beklentilerden korumaktadır. Firmalar bu kuralları çiğnediğinde, CONSOB gerekli önlemleri almaktadır. Hali hazırda, CONSOB uyumlu olduğunu iddia eden firmalardan PPS uyumu, ya da zorunlu denetimi istememektedir. Ancak, Avrupa Birliği düzenleyicileri ile yakın bir zamanda yapılan uyum çalışması sonucunda, CONSOB da PPS’ e uyum

konusunda yakın bir gelecekte diğer Avrupa Birliği düzenleyicilerine benzer bir tutum benimseyebileceğini ifade etmiştir. Dünyadaki diğer düzenleyiciler gibi, CONSOB'un da, portföy yönetim şirketlerinin reklam ve pazarlama materyallerinin düzenleyicisi ve denetleyicisi olması sebebiyle, görevinin bir parçası olarak PPS uyum iddiaları ile de ilgilenmek zorunda kalabileceği anlaşılmaktadır.

2.7. İrlanda

Haziran 2003'den beri IPC, yaklaşık 25 ülkenin IPC'nin de onaylayacağı kendi yerel yatırım performans standartlarını kabul edeceğini tahmin ederek ona göre planlama yapmaktadır. Bu planlamanın özünde GIPS standartlarını içeren yerel standartlara uyum sağlandığının teyit edilmesi yatmaktadır. Bu teyit GIPS standartlarının benimsenmesinde çok önemli olan kilometre taşı temsil etmektedir. İrlanda'nın GIPS'e uyum arzı ilk kez Mayıs 2001'de IPC tarafından onaylanmıştır.

İrlanda Yatırım Yönetim Grubu ortağı Vincent MacMahan “Performans ölçüm standartlarının hızı, portföy yönetim kuruluşlarının kabiliyeti, yasa koyucular tarafından gerçekleştirilen düzenlemelerle değil, kendi kendilerini düzenleyecek hale gelmeleri takdire değer ve etkileyici olmaya başlamıştır. Fakat, düzenlemelerin bu günkü ikliminde ne kadar süreyle hayatta kalabileceği tartışma konusudur. Bu nedenle, portföy yönetim firmalarının etkinliği bağımsız denetlemeyle birlikte, standartların yaygın kabulü ve gelişiminin devamlılığına bağlıdır.” demektedir.

İrlanda da çeşitlilik gösteren portföy yöneticileri ve kurumsal yatırımcılar ülkelerinin geleneksel standartlarına uyumlu performans sonuçlarının faydalarına alıştıkları için, pek çok portföy yöneticisi özellikle öz sermaye ve gayrimenkul gibi alternatif varlıklar için performansın sunumunda artış olacağını düşünmektedir. Yapılan anket çalışmasına yanıt veren özel özsermaye varlık yöneticilerinin yarısından fazlasının özel özsermaye için standartların zorunluluklarıyla uyum sağlamaya çabalayacakları görülmektedir.¹²⁸

Bir sanayi ticaret grubu olan İrlanda Yatırım Yöneticileri Birliği (The Irish Association of Investment Managers), GIPS' in ülkeye özel versiyonu olan İrlanda

¹²⁸ CFA Institute “ Striving for Gold: The Evolution of the GIPS[®] Standards” November/December 2002 Vol. 7 Number 6 [www.cfapubs.org/doi/abs \ AIMR Advocate Article.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs/10.1197/07211116AIMR20021101) 2005.

Yatırım Performansı Standartları'nın (IIPS) benimsenmesini teşvik etmektedir. Ancak, temel düzenleyici olan İrlanda Merkez Bankası (The Control Bank of Ireland) uyumu isteğe bağlı olarak görmekte ve dolayısıyla, standartları ülke mevzuatına sokmak için herhangi bir girişimde bulunmamaktadır.

2.8. Hong Kong ve Çin

Çalışanlara emeklilik hakları sağlamak üzere oluşturulan yeni bir program, Hong Kong'da PPS' e uyum konusundaki ilgiyi arttırmıştır. Zorunlu Tasarruf Fonu (Mandatory Provident Fund) (MPF) adındaki bu program, işveren ve işçilerden katkı payı toplama işlemini yapan, projenin varlıklarını yönetmek üzere yatırım danışmanları atayan ve birçok idari işlemi yürüten bir fon kurmuştur.

Bu fon tarafından Hong Kong' da AIMR piyasa pozisyonu ve ihtiyaçları belirlenmiş, Future ve menkul kıymet işlemlerinden komisyon alındığı saptanmıştır. AIMR, bu piyasaya uygun GIPS' le ilgili yerel organizasyonu sağlamak için çalışmalarını sürdürmektedir. AIMR, GIPS' in Hong Kong piyasasına uygunluğunu tartışmak üzere, yerel örgütlerle de çalışmaktadır. Ancak, şu anda Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu (The Securities and Future Commission) (SFC) herhangi bir PPS' yi desteklememektedir, ya da önermemektedir. Komisyonun esas hedefi yüksek kaliteli piyasa katılımcılarının olduğu, standartlara uyumlu olarak kamunun tam olarak aydınlatıldığı ve yatırımcılar için uygun mevzuat korumasıyla Hong Kong'un Menkul Kıymetlerine, vadeli işlemlerine ve diğer mali piyasalarına olan güveni arttırmaktır.

Son zamanlarda Çin'de GIPS standartlarıyla ilgili olarak önemli gelişmeler olmuştur. 2006 yılı itibariyle Çin' de döviz kontrol sistemi altında denizaşırı sermaye piyasalarına yatırım yapabilmeleri konusunda hükümet Scheme (Yetkili Yerel Yatırımcılar Kurumu veya QDII)' i görevlendirmiştir. Scheme başlangıçta Hong Kong hükümeti tarafında önerilse de Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu (China Securities Regulatory Commission) ve (State Administration of Foreign Exchange) tarafından desteklenmiştir.¹²⁹

¹²⁹ AIMR Advocate "GIPS™ : Focus on Asia pacific" January/ February 2001 Vol.6 Number.1
www.aimr.net/ AIMR advocate Article.htm 2004.

Aynı yıl içinde gerçekleşen önemli bir gelişme olarak Çin bankaları aracılığıyla Hong Kong menkul kıymetler ve Futures komiyonu gibi deniaşırı yasa düzenleyicilerinin desteklediği yatırım fonlarının %50 sinden fazlası yatırım olarak uluslar arası piyasalarda değerlendirilmiştir. Bu gelişmenin mimarı olarak GIPS standartları gösterilmektedir.

Uluslar arası para yönetim arenasında ve Çin'deki yasa düzenleyicilerinin GIPS standartlarına ilişkin eğilimlerindeki etkileyici gelişme göstermektedir ki hızla gelişmekte olan ülkelerin GIPS' e uyum sağlamaları uluslar arası piyasalarda daha çabuk ve etkin olarak yer almalarını sağlayacaktır.¹³⁰

2.9 Singapur

Temmuz 2001'de, yatırım yönetim sektörünün çıkarlarını gözeten bir ticari organ olan Singapur Yatırım Yönetim Birliği (Investment Management Association of Singapore) (IMAS), resmi olarak Sigapur için GIPS' in Ülkesel Versiyonu yerine GIPS' i benimsemiştir. GIPS, artık IMAS Profesyonel İş Etiği ve Standartları Kanunu'na dahil edilmiş ve GIPS Singapur'da performans sunumu konusunda tercih edilen bir standart olmuştur.

Yatırım yönetim sektöründen sorumlu olan Singapur Mali Otoritesi(The Monetary Authority of Singapore) (IMAS), GIPS' in kullanımını zorunlu hale getirmemiş ve resmi olarak kullanımını teşvik etmemiştir. Ancak,, IMAS yatırım yönetim şirketlerinin kanun'a uymasını beklediği için, GIPS' in uygulanması konusunda güçlü bir destek vardır. Reklamcılık konusunda düzenleyici yükümlülükler hem yürürlükte olan Menkul Kıymetler Sektörü Yasası, hem Menkul Kıymetler Yönetmelikleri, hem de Menkul Kıymetler El Kitabı'nda belirtilmiştir. Bunlara göre firmalar, yüksek bir dürüstlük standardı uygulamalı ve gerekli özen, itina ve ihtimamı göstermelidirler. Buna ek olarak, reklam ve pazarlama materyalleri yanlış, ya da yanıltıcı olamaz. Portföy yönetim şirketlerinin bu kuralları çiğnemesi halinde, yatırım işlemlerinin durdurulması, tazminat cezaları ve ağır suçlarda, hapis cezaları ve lisansların iptali de dahil olmak üzere, yasal işlemlerle cezalandırılabilir. Kurallar, portföy yönetim şirketleri tarafından

¹³⁰ Anthony Hawland “ Welcome to the latest adition of focus, the newsletter from perfoma, keeping you in touch with the world of GIPS and all the latest news from perfoma” summer issue, s.1, www.eperforma.com 2007.

yapılan yanlış ve yanıltıcı reklam ve öneriler sonucu kayba veya zarara uğrayan kişiler için, sivil çözümler ve tazminatları da içerir. Amerika ve diğer ülkelerden farklı olarak IMAS, yatırım yönetim şirketlerine karşı yapılan yasal işlemleri ve cezaları halka açıklamamaktadır. Ancak, bu uygulama 2001 Menkul Kıymetler ve Hisseler Kanunu'na göre IMAS'ın artırılan yetkileri ile değişebilecektir.

IMAS tarafından yapılan en son anket çalışması yöneticilerin %12'sinin GIPS ve %82'nin AIMR-PPS ile uyum talebinde bulunduğunu göstermektedir. Ancak, bu belki de uyumu desteklemenin yerel yükselişinden ziyade Singapur'daki global yatırım yönetim firmalarının bu işle ilgili konsantrasyonunu yansıtmaktadır. AIMR yerel kuruluşlarla çalışmaya devam edeceğini ve piyasadaki büyük yatırımcılara GIPS'in önemini anlatacağını belirtmektedir.¹³¹

2.10. Danimarka

Danimarka'da yatırım şirketlerinin PPS konusunda bilgilenmeleri nispeten yenidir. Hali hazırda, çok az şirket standartlara uyumlu olduğunu iddia etse de, birçoğu yakında uyumlu olmayı plânlamaktadır. Hem GIPS hem de AIMR-PPS, bir sanayi ticaret grubu olan Danimarka Mali Analistler Topluluğu (Danish Society of Financial Analysts) (DSFA) tarafından tanıtılmaktadır. Mali piyasaları düzenleyen Danimarka Mali Denetleme Kurumu'nun (Danish Financial Supervisory Authority) (FSA) herhangi bir PPS' i tasdik etmek gibi bir düşüncesi bulunmamaktadır. FSA menkul kıymetler fonları hakkında kendi performans sunum kurallarını belirlemiştir; Ancak, portföy yönetim şirketleri için böyle bir düzenleme yapmamıştır. FSA, aynı zamanda, özel yatırımcılara yönelik reklam ve pazarlama materyallerini düzenleyen bazı kuralları koymuştur. Ancak, portföy yönetim şirketlerinin genel olarak ürünlerini nasıl pazarlayacaklarını veya reklamını nasıl yapacaklarını düzenleyen kuralları getirmemiştir.

2.11. Lüksemburg

İki sanayi birliği, Lüksemburg Yatırım Yöneticileri (Luxemburg Association of Investment Managers) ve Mali Analistler Birliği (Financial Analysts) (ALGAFI) ve

¹³¹ AIMR advocate, **a.g.e.**, s.3.

Lüksemburg Yatırım Fonları Birliği (Luxemburg Association of Investment of Investment Funds) (ALFI), GIPS' i onaylamıştır ve GIPS' in Fransızca' ya çevrilmesini teklif etmiştir. ALFI, portföy şirketlerini bir PPS benimserken GIPS' i kullanmaları konusunda teşvik eden bir doküman yayınlamıştır. Lüksemburg'un mali piyasa düzenleyicisi Mali Sektör Denetleme Komisyonu (The Commission for the supervision of the Financial Sector) (CSSF), PPS'i mevzuata dahil etmek için bir adım atmamıştır. GIPS'e uyum isteğe bağlı olduğu için, CSSF' in PPS' e uyum iddiaları konusunda bir denetlemesi yoktur. CSSF'in reklam konusunda yayınladığı yönetmeliğe göre, yatırım şirketlerinin reklam ve pazarlamacılık konusundaki bütün materyalleri, kullanmadan önce CSSF' e vermeleri gerekmektedir. Ancak, CSSF, şirketin teslim ettiği reklam materyallerini incelememektedir. Lüksemburg yatırım şirketlerinin üst düzey prensipler uygulaması ve dürüstlük konusunda yüksek standartları benimsemesi beklenmektedir.¹³²

2.12. Polonya ve Çek Cumhuriyeti

Bu ülkelerin PPS konusunda Hong Kong'a benzer uygulamaları bulunmaktadır. Polonya'da portföy yönetim şirketleri GIPS'in dillerine çevrilmesi konusunda kendi inisiyatiflerini kullanmaktadırlar. Bu bilinci arttırarak, zaman içinde GIPS' i kullanan firma sayısının artması beklenmektedir. Hali hazırda, Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nde mali piyasa düzenleyicileri PPS' nin kullanımı onaylamamakta ve teşvik etmemektedirler. Ancak,, 2000'den beri Credit Suisse Asset Management (Polska) S.A yatırım sonuçlarını AIMR-PPS ve GIPS' e göre sunmaktadır. Firmalar isteğe bağlı portföylerinin her birini bir portföy grubuna dahil ettiklerini ifade etmektedirler. Portföy grupları sadece tahsis edilmiş isteğe bağlı portföyleri içermektedir ve yatırım amaç ve benzer stratejileriyle temsil edilen aynı özelliklerin birleştiği diğer portföyleri portföy grubundan hariç tutmamaktadır. GIPS ve AIMR PPSÖ yürürlüğe koyduğu standartlar adil sunum, tutarlılık ve özellikle firmalar arasında rekabet ve zaman içinde yatırım sonuçlarının karşılaştırılabilirliği amacıyla yapılmıştır. Yatırım hizmetlerinin en yüksek standartta ve adil sunumla yapılması ve amaçların başarıya ulaşması için Credit Suisse Asset Management COMPASS STATPRO (Uyum ve yönetim raporlama takımı)

¹³² PWC, a.g.e., ,s.26.

yürürlüğe konulan sistemin tasarımı ile işlevsel olarak sistemin varlıkları raporlamasını kuvvetle uygulamaktadır. COMPASS' da tam olarak portföy yöneticisinin sunum paketi iki unsurdan oluşmuştur.

-Credit Suisse Asset Management's müşterileri ve portföy grup performansları hesaplamaları hakkında tüm bilgilerin tutulduğu veritabanı

-Yatırım sonuçlarının sunumunda AIMR-PPSTM standartları ile uyumlu raporların nasıl hazırlandığı

AIMR-PPSTM ve GIPS standartlarıyla uyumla ilgili olarak, COMPASS STATPRO' nun sistemi yatırım sonuçlarının denetlenmesi işlemini desteklemek için konuyla ilgili raporların hazırlanmasına olanak sağlamaktadır.

Credit Suisse Asset Management aynı zamanda performans nitelik analizini de kuvvetle vurgulamaktadır. Nitelik analizi, yatırım stratejisi kararları döneminde karşılaştırma ölçütü ile ilgili olarak portföy performansını açıklamaktadır. Portföy değerine ilave olarak portföy yöneticisinin ne derecede başarılı olduğunu tanımlaması Credit Suisse portföy yöneticisinin performans nitelik araçlarının yürürlüğe konmasındaki amaçlarından biri olarak anlaşılmaktadır.

Credit Suisse Asset Management göreceli karşılaştırma ölçütü yaklaşımına karşılık performans analizini kullanmaktadır. Polonya Credit Suisse Asset Management hali hazırda portföyü oluşturan varlık çeşitlerini portföy yöneticisinin teklif ettiği, performans değerlemesi ve performansta portföy yöneticilerinin en iyi kabiliyet etkisinin ölçümünün yapıldığı IT sistemini yürürlüğe koymuştur.¹³³

Önde gelen Çek yatırım fonu yöneticilerinin profesyonel birliği olan Yatırım Şirketleri Birliği (The Union of Investment Companies) (UNIS), temel performans bilgisi ve diğer performans bilgilerinin portföy yönetim şirketleri tarafından düzenli olarak bildirilmesini önermiştir. Ancak, ne Çek Menkul Kıymetler Komisyonu (Czech Securities Commission) (CSS), ne Çek mali piyasalar düzenleyicisi, ne de UNIS, GIPS' i, ya da herhangi başka bir yerel PPS'i onaylamış, ya da teşvik etmemiştir. CSS kendisi, genel halk da dahil olmak üzere, bütün yatırımcılardan gelen sorulara cevap vermekte ve garantili kâr ve yatırım riski açıklamaları gibi konularda yol göstermektedir. Yürürlükte olan yönetmeliklere uygunluk CSS tarafından kontrol edilmekte ve CSS Reklam, pazarlama materyallerini, web sitelerini ve yıllık raporları

¹³³ CSAM "Performans Presentation Standards" www.csam.com.au/CSAM-Performans-Presentation-Standards.htm 2004.

denetleyebilmektedir ve yerinde inceleme yapabilmektedir. Eğer, açık bir şekilde yanlış tanıtım yapılıyorsa veya yanıltıcı bilgi veriliyorsa, firmalar cezalandırılabilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’ DEKİ PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN GIPS STANDARTLARI ZORUNLULUKLARINA UYUMLA İLGİLİ DURUMLARININ BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

1. TÜRKİYE’DE GIPS’LE İLGİLİ GELİŞMELER

Piyasalarda ortaya çıkan globalleşme olgusu ülkemizde artan yabancı portföy yatırımları performans sunumu standartları ile ilgili ulusal düzenlemelerin yanı sıra uluslararası düzenlemeleri de gerekli kılmaktadır.¹³⁴ Gerek sermaye piyasalarına yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların, gerekse, bu piyasada değerlendirilen tasarrufların giderek artması sonucu, piyasa katılımcılarının tam ve doğru olarak bilgilendirilmesini sağlamak amacıyla daha önce Türkiye’de fonların performanslarının ölçülmesine, diğer fonların performansları ile karşılaştırılmasına ve performans sonuçlarının sunulmasına ilişkin olarak yapılmış özel bir düzenleme bulunmamaktaydı. Bu durum, Türkiye’de faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin geçmiş performanslarını istedikleri biçimde hesaplayıp açıklamalarına yol açarak portföy yöneticileri arasında haksız rekabete ve yatırımcıların bundan zarar görmesine yol açmaktadır. Genel düzenlemeler içerisine serpiştirilmiş bazı maddelerde belirlenen ilkeler ise gelişmiş ülkelerde uygulanan performans ölçüm ve sunum standartları ile karşılaştırıldığında yetersiz kalmaktadır. Bununla birlikte, genel düzenlemeler içinde bu hususlara ilişkin bazı ilkelere rastlamak mümkündür. Örneğin, SPK’ nın web sayfasında (<http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf.htm>, 30.05.2002) yatırım fonlarına yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların portföy performanslarını karşılaştırırken dikkat etmeleri gereken hususlar yer almaktadır. Ayrıca, yatırım portföy giderleri ve yatırımcılardan alınan komisyonlar SPK’ nın web sayfasında açıklanmaktadır. Yine SPK Seri:VII, No.10 tebliğinin 48’inci maddesinde, yapılacak reklam ve ilanlara ilişkin olarak hem yerli hem de yabancı yatırım fonları için geçerli olmak üzere bazı ilkeler belirlenmiştir.

¹³⁴ Hakan Turunç, “Paranın Güvenli Adresi” www.milliyet.com.tr/Milliyet-internet-ekonomi.htm 20.7.2004.

SPK'nın web sayfasında yer alan yatırımcıları bilgilendirmeye yönelik açıklamalarda performans karşılaştırması yapılırken, portföy getirileri ve maliyetleri(satış komisyonu ve yönetim ücreti), fon kurucuları, kurucular tarafından yönetilen diğer fon tip ve türleri, portföy bileşenleri gibi hususlara dikkat edilmesi gerektiği belirtilmektedir.

Seri:VII, No.10 tebliğinin 48'inci maddesinde ise, yapılacak reklam ve ilanlarda genel olarak; halkı yanıltıcı ve aldatıcı bilgi ve tecrübe noksanlıklarını istismar eder tarzda ifadeler yer verilemeyeceği, mevzuatın izin vermediği vaat ve taahhütlerde bulunulamayacağı, objektiflikten uzak bilgi verilemeyeceği, asgari gerekliliği olan bilgilerin gizlenemeyeceği, katılma belgesi fiyatını etkileyebilecek abartılı şekilde yazı, görüntü ve resimlere yer verilemeyeceği hüküm altına alınmıştır.

Ayrıca, bu genel ilkeler çerçevesinde belirlenen özel sınırlamalar ise, aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

i. Reklam ve ilan metinlerinde, yatırım fonu ile bu fonun kurucusu ve yöneticisi hakkında, “en büyük”, “en iyi”, “en güvenilir”, “en çok kazandıran”, “en sağlam” gibi subjektif ve abartılı bir imaj yaratmaya yönelik ifadeler yer verilememektedir.

ii. Reklam ve ilanlarda, fonun mali durumuna, portföyüne, getirisine, sektördeki yerine, diğer yatırım araçları ile karşılaştırılmasına veya getirisinin benzer nitelikteki fonlarla karşılaştırılmasına ilişkin sayısal veriler, yatırım fonuna, kurucuya, yöneticiye ilişkin “en yüksek işlem hacmi olan”, “en çok müşterisi olan”, “portföyü en büyük”, “en kârlı” veya buna benzer resmi verilerle kanıtlanması mümkün olan ifadeler Ancak, bu yargılara ulaşmayı sağlayabilecek kaynaklar referans gösterilmek suretiyle kullanılabilir. Bu tür bilgiler için sadece kamu kurum ve kuruluşlarının ilgili yayınları ile ekonomi alanında meslek örgütü niteliğindeki kuruluşların kaynakları referans olarak gösterilebilir.

iii. Fonların belirli bir dönemdeki getirilerinin mali bilgilerinin kamuya açıklanması esas itibarıyla mümkün olmakla birlikte, belirli dönemler dışında geçmişte elde edilen getirilerin yıllığa çevrilmesi suretiyle yıllık bir getiri sağlanmış gibi gösterilmesi ve “yıllık getiri”, “yıllık bileşik getiri” gibi ifadelerle sunulması mümkün değildir. Tebliğ’de belirlenmiş dönemler haricinde de getiri ve benzeri mali bilgiler, ait oldukları dönemin tarihi belirtilmek suretiyle kullanılabilir, Ancak, bu dönemlerde diğer

fonlarla veya diğer yatırım alternatifleriyle karşılaştırma yapan ilanlar verilememektedir.

iv. İlan ve reklamlarda kullanılacak mali bilgiler ve getiriler 6 aylık dönemler halinde en fazla 1 yıllık olarak diğer yatırım araçları ile karşılaştırılabilmektedir. Bu tür ilanlarda, “fon portföyünün geçmiş döneme ilişkin getirisinin gelecek dönemlerin göstergesi olamayacağı” ifadesine yer verilmek zorundadır.

v. İlan ve reklamın konusu yatırım fonunun getirisine ilişkin ise, ilgili döneme ait fon portföyü; menkul kıymet grupları yüzdesi, katılma belgesi dolaşım oranı ve portföy değeri ortalama olarak ilanda belirtilmelidir.

vi. Tebliğ’de izin verilen dönemlerde de olsa son 3 aylık dönem ortalaması olarak dolaşımdaki pay sayısı toplam pay sayısının 1/3’üne inmiş fonlar karşılaştırmaya dayalı reklam verememektedirler.

vii. İlan ve reklamlarda, ölçeklerde farklılık yaratmak suretiyle görsel olarak yatırımcıyı yanıltıcı grafik ve şekiller kullanılamamaktadır.

viii. İlan ve reklamlarda her hangi bir kuruluşun fonunun garantisi olduğunu ima eden ibarelere yer verilememektedir.

ix. Fon getirilerinin açıklanmasına yönelik ve alternatif getirilerle karşılaştırma yapan ilanlarda, katılma belgesi fiyatlarını doğrudan etkileyen yönetim ücreti, ihtiyatlar ve çıkış komisyonlarının açıklanması zorunludur.

x. Yatırımcılara fon getirileri sunulurken ilan metinde yatırım fonu ve yönetim ilkeleri konusunda detaylı bilginin yer aldığı fon içtüzüğünün temin edilebileceği adresler belirtilmek zorundadır.

xi. Özel fonlara ilişkin olarak reklam ve ilan verilememektedir.¹³⁵

SPK’nın 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun değişik 22 inci maddesinin birinci fıkrasının (e) ve (g) bentlerine dayanılarak düzenlenen tebliğ ile İlan ve Reklamlar ile Sorumluluk ve Bağımsız Denetime ilişkin esasların yer aldığı altıncı bölümde performans bilgisi içeren ilan ve reklamlarda aşağıdaki bilgilerin yer alması gerekliliği belirtilmiştir:

- Kurumsal yatırımcılar için halka arz ve/veya portföy yönetimine başlangıç tarihi, bireysel yatırımcılar içinse portföy yönetimine başlangıç tarihi

¹³⁵ Saim Kılıç, **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi** (Ankara: İMKB Yayını, Ekim 2002), s.27.

- Her bir portföy, ya da portföy grubu için yatırım amacı, strateji bilgisi (yatırım yapılan kıymetlerin seçimi, hangi araçların kullanıldığı, yatırım yapılan sektöre ilişkin yatırım politikaları gibi) ve risk bilgisi,
 - Performans sunum döneminde varsa yatırım stratejisi değişiklikleri ve sıklığı,
 - Reklam veya ilanın yer aldığı ana metinde kullanılan harf karakteri boyutundan küçük olmamak üzere “Portföyün geçmiş performansı gelecek dönem performansı için bir gösterge olamaz.” İfadesi,
 - Portföy yönetiminde varsa kredi kullanımı hakkında bilgi,
 - Asgari işlem miktarı hakkında bilgi,
 - Portföyün net varlık değeri, portföy dağılımı ve hisse senetleri için sektörel dağılım bilgileri.

İlan ve reklamlarda, ölçeklerde farklılık yaratmak suretiyle görsel olarak yatırımcıyı yanıltıcı grafik ve şekiller kullanılamaz.

Yatırım fonu kurucuları ilan ve reklamı yapılanlar dışındaki fonlarına ilişkin performans sonuçlarını katılma belgesi alım satımının yapıldığı yerlerde hazır bulundurmaları zorundadırlar.¹³⁶

Türkiye’de mevcut olan söz konusu bu ilkeler, daha çok ilan ve reklamlarda yer verilemeyecek veya verilmesi zorunlu olan ifadeler üzerinde durmaktadır. Performans ölçüm ve sunum standartları sadece verilecek ilan ve reklamı değil, aynı zamanda performans hesaplamasına esas teşkil eden veri tabanının oluşturulmasını, bu hesaplama dayalı olarak performans hesaplamasının nasıl yapılacağını, performans sonuçları açıklanırken kamuya açıklanması gereken bilgileri ve bu standartlara uygunluk amacıyla yapılan bağımsız denetimi bağımsız denetimin önemini vurgulamaktadır.

Diğer yandan, SPK web sayfasında performans karşılaştırmasına ilişkin olarak yatırımcıları bilgilendirmeyi hedefleyen açıklamalar da yatırımcıları gerçek anlamda korumaktan ve bilgilendirmekten uzaktır. Örneğin, bu bilgilendirmede fonların karşılaştırılması sırasında yatırımcılara fonların risklerinin ne olduğuna bakılması konusunda herhangi bir uyarı bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, global yatırım performans standartlarının Türkiye’ye uyarlanması, ya da Türkiye’ye özgü olarak geniş çaplı bir performans standardı oluşturulması hem

¹³⁶ R.G.No:25000 **Resmi Gazete**, Tar.:21.1.2003, Altıncı Bölüm.

yatırımcıların korunması ve hem de yatırım fonları arasında adil bir rekabet ortamının yaratılması açısından gerekli olduğu kararı Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı hazırlanarak, piyasa katılımcılarının görüşünü almak üzere SPK web sayfasına konulmuştur.¹³⁷ Bu doğrultuda, Sermaye Piyasası Kurulu'nca Performans tebliği hazırlanmıştır. Uluslararası deneyimler ışığında ve sektör temsilcilerinin de görüşleri alınarak hazırlanan bu tebliğ, portföy yönetiminde kurumsal bir alt yapı oluşturulması yolunda Sermaye Piyasası Kurulu'nca atılan adımların bir yenisini oluşturmaktadır.

21/1/2003 tarihli ve 25000 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V, No:60 sayılı Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine ilişkin Esaslar hakkında tebliğ ile bireysel ve kurumsal yatırımcılara ait portföylerin kamuya ilan edilerek veya yatırımcıya birebir sunulmak üzere ilan edilmeksizin performanslarının sunum esasları ile performansa dayalı ücretlendirme ve sıralama faaliyetlerine ilişkin esasların belirlendiği,¹³⁸ performans sunum standartlarının uygulamaya geçmesiyle, yatırımcılara sağlıklı bir şekilde karşılaştırma yapma imkânının verilmesi, tasarruflarını en iyi şekilde değerlendireceğine inandıkları kuruluşlara yönlendirebilme ortamının oluşturulabilmesi amaçlanmaktadır. Böylelikle, bireysel ve kurumsal yatırımcıların portföylerinin daha profesyonel bir yaklaşımla yönetilmesi sağlanmış olurken, Türk sermaye piyasasının daha rekabetçi bir yapıya kavuşarak gelişmesi ve hem piyasadaki mevcut katılımcıların, hem de potansiyel yatırımcı ve girişimcilerin aydınlatılması yolunda önemli bir adım atılmış olmaktadır.

SPK tebliği hazırlanırken yurt dışı uygulamaları incelenmiş ve tüm Dünyada yaygın bir şekilde kullanılan GIPS örnek alınarak, gelişmiş sermaye piyasaları ile bütünleşmenin hızlanması amaçlanmıştır.

Portföylerin münferit getirileri yanıltıcı olabileceğinden, Performans Tebliği ile, sunumların Ancak, portföy grubu oluşturulması suretiyle yapılması düzenlenmiştir. Ayrıca, kısa dönemi kapsayan sunumların genel bir profil vermemesi nedeniyle, sunumların asgari 5 yıllık dönem için yapılabileceği hükme bağlanmış ve reel getirinin ortaya konulabilmesi amacıyla, getirinin portföyde yer alan varlıkları temsil eden bir karşılaştırma ölçütü ile birlikte sunulması hususu düzenlenmiştir.

¹³⁷ SPK www.spk.gov.tr 2002.

¹³⁸ SPK Seri:V,No:60 tebliğ www.spk.gov.tr

Düzenleme ile ayrıca; daha önce kuralları belirlenemediği için izin verilmeyen Ancak, önemli derecede eksikliği hissedilen performansa dayalı ücretlendirmeye imkân tanınmış, kurumsal yatırımcıların performanslarının çeşitli finansal ölçütlere göre sıralanmasına yarayan ve uluslararası literatürde derecelendirme (ranking) olarak bilinen faaliyet tanımlanarak; sıralamaya dayalı yapılacak ilan ve reklamların ilkeleri belirlenmiştir. Sıralama faaliyeti, tebliğde belirtilen ilke ve esaslar çerçevesinde, kamuya kurumsal yatırımcılar hakkında tarafsız bilgi vermek üzere kurumsal yatırımcıların performanslarına göre sıralanmasıdır. Sıralama faaliyeti yapılırken uyulması gereken esaslar aşağıda verilmiştir:

- Sıralama yapılırken getiri oranı, riske göre düzeltilmiş getiri oranı veya SPK'ca uygun görülen diğer yöntemler kullanılır.
- Kurumsal yatırımcılar kategorilere ayrılır. Kategoriler belirlenirken kurumsal yatırımcıların stratejileri, tür ve tipleri veya portföy sıralamaları gibi hususlarda bir veya bir kaç dikkate alınır. Kurumsal yatırımcıların varlık büyüklüğünü esas alan kategoriler oluşturulamaz.
- Sıralamanın sunuşunda kullanılacak göstergeler belirlenir. Göstergeler; puanlama, simgeleme, harf ve SPK'ca uygun görülen diğer göstergelerdir.
- Sıralama toplam getirinin hesaplanmasında esas alınan varsayımlar açıkça belirlenir.
- Sıralama 3, 6, 9 ve 12 nci ay sonları itibariyle yapılır.¹³⁹

Bundan başka gerek performans sunumuna konu dönem; gerekse karşılaştırma ölçütü seçiminden dolayı sunumlarda ortaya çıkan sorunların giderilmesi amacıyla çeşitli standartlar belirlenmiş olup, bu standartların kamuya ilan edilerek veya ilan edilmeksizin yapılacak tüm sunumlarda uygulanacağı belirtilmiştir.¹⁴⁰

Türk Sermaye Piyasasının ilk kez 1987 yılında tanıştığı Ancak,, sayılarında ve portföy büyüklüklerindeki önemli artış görülmesiyle sermaye piyasasında kurucu olmasına imkan tanınan hemen hemen her kuruluşun ürün portföylerinde yer vermeye çalıştığı yatırım fonlarının gelişimi de ülkemizde tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına gösterdiği ilgiden nasibini almışlardır. Bunun neticesinde ise portföy büyüklüklerinin gayrisafi milli hasılaya oranı ve kişi başına düşen milli gelir gibi

¹³⁹ R.G No.25 000 1/7/2003 tarih yürürlüğe giren tebliğ

¹⁴⁰ Soylu Selin. "Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Gelişmeler," Sermaye Piyasası Kurulu Meslek Personeli Derneği, Mart-Nisan 2003, ssoylu@spk.gov.tr 2005.

ölçütlerde gelişmiş ülke ortalamalarının gerisinde kalmıştır. Bu arzu edilmeyen sonuçların oluşmasında şüphesiz ülkemizde sermaye piyasası kültürünün yeni oluşmasının ve tüm Dünyada genel kabul gören performans ölçüm ve sunumunda belirlenmiş standartlara ülkemizde yeterli ilginin gösterilmemesi, ya da sınırlı olarak GIPS standartları ülkesel versiyonuna uyum sağlanmaya çalışılmasının payı büyüktür.

Performans ölçümünde nerdeyse akla gelen ilk ölçüt endekslerdir. Ancak, Türk Sermaye piyasasında yatırım fonlarının bilimsel anlamda endekslerinin hesaplanmamış olması, gerek farklı tip ve türdeki yatırım fonlarının birbirleriyle gerekse diğer yatırım araçlarının getirileriyle karşılaştırılmamasına neden olmuştur.¹⁴¹ Bu eksiklik;

- Kurumsal yatırımcılar arasında öncü görevini üstlenen yatırım fonlarının performanslarının tespitine yönelik olarak yatırım fonları endekslerinin oluşturulması, oluşturulan bu endeksler kullanılarak performanslarının ortaya konması (daha önceki bölümlerde değinildiği gibi dünyada yapılan anket çalışmaları da göstermiştir ki performans ölçümünün %90 lık kısmı endekslere dayanmaktadır.)

- Portföylerinde yer alan diğer yatırım araçlarıyla karşılaştırılması, performanslarını artırıcı çözüm önerilerinde portföy performanslarının dikkate alınacağı yeni bir sistemin geliştirilmesi ve sistemin kullanılmasının zorunlu hale getirilmesinin gerekliliği

- Bireysel ve kurumsal yatırımcıların performans sunum standartlarının uygulamaya geçmesiyle portföy yönetiminin daha profesyonel bir yaklaşımla yürütülmesinin sağlanması

- Yatırımcılara karşılaştırma yapma ve tasarruflarını en iyi şekilde değerlendireceğine inandıkları kuruluşlara yönlendirebilme ortamının oluşturulabilmesi için GIPS standartlarını da beraberinde getirmiştir.¹⁴²

Dünyadaki toplam tasarrufların yaklaşık %25'inin yatırım fonlarına yönelmesi gibi Türkiye'de de dikkate değer büyüklüğe ulaşmaları sermaye piyasaları açısından öneminin iyi bir göstergesidir. Türkiye'de fonlar gerek müşteri sayısı gerekse portföy büyüklüğü açısından çok hızlı bir gelişim trendinde olması ve finans kurumlarının hisse senedi piyasasına oranla fon sektöründe daha büyük oranlarda komisyon geliri elde etmeye başlaması ile daha güvenli liman olan fonların, finans kurumları açısından

¹⁴¹ Bülent Özü Türk, "Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi" (Ankara: T.C. Başbakanlık SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ekim 1999), s.1.

¹⁴² SPK "Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Basın Açıklaması" <http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinciklamalari/html> 23.02.2005.

vazgeçilmez bir konuma gelmesi ve getiri sıralamasında ilk sıralarda yer alması fonlarda getirinin istikrarlı olmasının önemini göstermektedir. Buna bağlı olarak standartların gereği önceden belirlenen karşılaştırma ölçütü ile yatırımcının parasını nerede değerlendireceğine karar vermesinde önemli rol oynamaktadır. Türkiye’de sektörün %90’ı likit fonlardan oluşmaktadır. Likit fonlarda yaratılabilecek pek fazla katma değer olmamakla birlikte diğer fonlarda marj daha fazla açılabilir. Fon yöneticilerinin katma değer yaratabileceği daha komplike fonlara geçişi standartlara uyum sağlanarak, ekonomik ve siyasi istikrarla olacaktır. Bu şekildeki bir uygulama yatırım fonu yöneticilerinin gerçek performanslarının ölçülmesine imkân verecektir.¹⁴³

Türkiye’de yatırım fonlarının performans derecelendirmesi henüz gelişme aşamasındadır.¹⁴⁴ 2004 yılında yürürlüğe giren SPK’ nın Performans Sunum Standartları Tebliği ile birlikte performans değerlendirme açısından belirli bir standart sağlamaktadır. Bu konuda ABD’de en yaygın olarak kullanılan ve yatırımcılar tarafından en çok benimsenen performans göstergesi Morningstar firmasının yıldız vererek yaptığı derecelendirmedir.¹⁴⁵

Fonların performansı ayrıca karşılaştırma ölçütünün getirisine göre kıyaslanabilmektedir. Yatırımcı tarafından yönetilen portföyün orta vadede, portföyün yönetim amacına uygun şekilde belirlenen karşılaştırma ölçütünün üzerinde performans göstermesi beklenmektedir. SPK performans sunum standartları tebliğinde, portföyün getirisinin karşılaştırma ölçütü getirisiyle karşılaştırılması sonucu bulunacak pozitif yada negatif yüzdesel değer nispi getiri olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu getirinin portföyün varlık grupları arasında gerçekleştirilen dağılımdan ve grup içi varlık seçiminden kaynaklandığı konusunda ayrıca araştırma yapılabileceği belirtilmektedir.¹⁴⁶

Portföyün nispi getiri oranının belirlenmesinde portföyün niteliklerine en uygun karşılaştırma ölçütü esas alınır. Portföy içinde yer alan varlıklardan bağımsız olarak, döviz, enflasyon ve bunun gibi endeksler kullanılamaz; Ancak, bu tür kriterlerin dönem içerisindeki getiri oranlarına yer verilebilir. Portföyde birden fazla varlık grubu yer

¹⁴³ Songül Hatisaru, “Paranın Fonla Flörtü Bitti, aşk başladı...” www.milliyet.com.tr/Milliyet-İnternet-EKONOMİ.htm 30 Ocak 2003.

¹⁴⁴ CFA Institute “Global Investment Performance Standards®:The Next Step” [www.cfapubs.org/doi/abs/CFA Webcast.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs/CFA%20Webcast.htm) (27 February 2000).

¹⁴⁵ Katerina Simons, “Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds” (New England:Economic Review September/October 1998), s.40.

¹⁴⁶ Seyfullah Esen, “Performans Göre Fon Seçimi Nasıl Yapılır?” **Fon Dünyası**, 9/12/2004 083 EKO50, page 2 www.akportfoy.com.tr 2004.

alması halinde, bu varlık gruplarının en uygun karşılaştırma ölçütü, portföyün yatırım amaç ve stratejisi, varlık gruplarının nitelikleri ve portföydeki ağırlıkları dikkate alınarak portföydeki varlık ağırlıklarıyla birebir uyuşacak şekilde ilgili endekslerin ağırlıklandırılması yoluyla ve tebliğde yer alan örnek hesaplamaya uygun olarak belirlenir.¹⁴⁷ Piyasa derinliği etkinliğinin saplanmasında büyük bir öneme sahip kurumsal portföylerin daha çok yatırım fonları ile gerçekleşmesi ve bu fonların getiri, performansları da önem taşımaktadır. Bu anlamda yatırım fonlarının getiri ve performanslarının değerlendirilmesinde yeni uygulanmaya konulan gelişmiş piyasalarda da kullanılan “karşılaştırma ölçütü” ile Türkiye’de daha yaygın olarak dikkate alınan geçmiş dönem getirilerinin değerlendirilmesinde farklılığın ortaya konulması önemlidir. Seri.V No:60 sayılı tebliğ çerçevesinde bireysel ve kurumsal portföylerin yönetiminin dönem başında belirlenecek bir karşılaştırma ölçütüne uygun olarak yapılması halinde kamuya portföy getirilerinin sunumu yapılabilecektir. Tebliğ’de belirtilen “karşılaştırma ölçütünün strateji değişikliğine bağlı olarak değiştirilmesi” hususuna yönelik olarak yatırım stratejisi ve karşılaştırma ölçütlerinin kararlaştırılması belirlenmesine ilişkin esasların belirlenmesi gerekmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu ve Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Derneği ile yatırım stratejisinin, yatırımcılara uygun şekillerde duyurulması koşuluyla, bir bant aralığında karşılaştırma ölçütü sunulması uygun görülmüştür. Bu çerçevede tebliğde belirlenen fon türlerine ilişkin sınırlamalar içerisinde kalmak kaydıyla, yatırım stratejisi her bir yatırım aracı için azami 30 birimlik bir bant aralığında belirlenebilecek ve karşılaştırma ölçütü de bu bant içerisinde kalacak şekilde kurucu tarafından tespit edilecektir. Örneğin, hisse senedi ağırlıklı yönetimde bulunmak isteyen değişken fon, hisse senedi için %20-50, devlet tahvili için %0-30 ve ters repo için %10-40 aralığında yatırım stratejisi belirleyebilecektir.

Yukarıda verilen örnek üzerinde belirli bir dönemde hisse senedi ağırlıklı yatırım yapmayı hedefleyen değişken fonun karşılaştırma ölçütü hisse senedi için %40, devlet tahvili için %20 ve ters repo için %30 olabilecektir. Bu bant aralıkları dışında yatırım yapılmak istenmesi halinde ise strateji değişikliğine gidilecektir. Uygulamanın bu şekilde yönlendirilmesi halinde ise strateji değişikliğine gidildiği durumlarda, yeni belirlenecek bantlar içerisinde kalması halinde, karşılaştırma ölçütünde değişikliğe

¹⁴⁷ SPK “Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” R.G. No.:25000 **R.G.**, Tar.:21.1.2003 file://D:\GIPS nur.htm

gidilmesi gerekemeyebilecektir. Yine aynı örnekte, stratejinin hisse senedi için %40-70, devlet tahvili için % 10-40, ters repo için %25-55 olarak değiştiği durumda karşılaştırma ölçütünün değişmesine gerek olmayacaktır.

Emeklilik fonları dışındaki yatırım fonlarında, Tebliğ'de belirlenen esaslara uygun karşılaştırma ölçütü belirlenmemiş olması halinde, ilan ve reklamlarda performans bilgisi verilemeyecek, Tebliğ'de tanımlanan dönem bilgilerinin yer aldığı fon raporları veya fon tanıtım broşürleri dışında hiçbir suretle basit getiri sunumu amacıyla ilan ve reklam yapılamayacaktır. Basit getirinin sunulabildiği söz konusu yerlerde ise, fon getiri bilgisinin yanında diğer endekslere ilişkin getiri bilgileri karşılaştırma yapma amacıyla verilemeyecektir.¹⁴⁸

Finansal araçların performansının incelenmesinde risk kategorisine göre değerlendirilmesi de farklı sonuçlara yol açmaktadır. Gelecekte piyasa koşullarının belirsizliği bu araçların performanslarının değerlendirilmesinde çok daha önem arz etmektedir. Yatırım fonlarının performansı da değerlendirilirken uygulamada geçmiş dönem getirilerine bağlı kalınmakta, beklenen getiri de geçmiş dönem getirilerinin ortalaması olarak kabul edilmektedir. Fonların yönetiminde dikkate alınan; her hangi bir fonun geçmişe dönük yıllık getirilerinin hesaplanması, SPK tarafından belirlenen bantların, bu fonların karşılaştırma ölçütü olduğunun kabul edilmesi esastır.

Fona alınan menkul kıymetlerin değerlerindeki artış veya azalışa bağlı olarak getirileri de değişmektedir. Böylece yatırım fonlarının riski de buna paralel değişim gösterir. Yatırım fonları çok, ya da az riskli olarak nitelendirilebilir. Yatırım fonları, risk ölçüsü olarak kullanılan ve SPK Seri:V, No:60 sayılı tebliğ çerçevesinde bireysel ve kurumsal portföylerin yönetiminde belirlenecek bir karşılaştırma ölçütüne bağlı olarak sunulması öngörülmüştür. SPK Seri:5 No:60 Tebliğ Göre Düzenlenmesi Gereken Açıklama Raporu Örneği ektedir. (EK: 1)

Böylece, yatırımların, geçmiş dönemlere ait menkul kıymetin veya yatırım fonunun elde ettiği getirilere ve sıralamalara bakılarak performans değerlendirmesi yapılır.

¹⁴⁸ Hakan Aksoy, Nur Yavuz, "Türkiye'deki A Tipi Fonların Performansının Risk Yapısına Göre Değerlendirilmesi ve SPK Tarafından Uygulamaya Konulan Bant Kriterinin Önemi", **Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi**. Yıl.2005, Sayı:2, s.3.

2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Portföy yönetim şirketlerinin GIPS standartlarını uyguluyor olması ve bu standartlarla uyumlu performans ölçüm sonuçlarını yatırımcılara ve piyasa katılımcılarına duyurması GIPS' in portföy yönetiminin başarısı açısından önemlidir. Türkiye'deki sektör açısından öneminin ne olduğunun belirtilmesi amacıyla sektörün önde gelen isimlerinden SPK eski Başkanı Doğan Cansızlar, KYD Başkanı Dr. Gürman Tevfik ve Ak yatırım finansal analisti Engin Yegül, Vatan Gazetesi ekonomi sayfası editörü Aylin Löle, Stroer'in Türkiye'deki finansal analistliğini yapan Şirin Çelikkaya ile önceden hazırlanan bazı sorularla görüş alışverişinde bulunulmuştur. Yüz yüze gerçekleştirilen bu soru ve cevaplar Ek:3'te yer almaktadır. Yöneltilen sorularla da konunun ne kadar önemli olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen bilgiye göre, ülkemizde de GIPS standartlarına uyuma önem verildiği tespit edilmiştir. Öneme binaen GIPS' e uyum aşamasında ülkemizdeki portföy yönetim firmalarının uyumla ilgili durumlarının belirlenmesi araştırmanın temel amacını oluşturmaktadır.

3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Sermaye piyasalarının küreselleşen finansal piyasalara entegrasyonunun sağlanması ve hem yerli hem de yabancı yatırımcıların piyasalarımıza güvenlerinin artırılması için uluslar arası gelişmelerin takip edilerek global yatırım performans standartlarının gerekliliği vurgulanmaktadır.

Teknolojideki ilerlemeler ve küreselleşme sonucu, eski tip piyasa yapıları yıkılmakta ve onun yerine yatırımcıların 24 saat boyunca farklı ülke piyasalarında yatırım yapması mümkün olmaktadır. Firmalar, kendi ülkeleri dışında hisse senedi ve diğer menkul kıymetleri ihraç edebilmekte, sermaye piyasası faaliyetleri sınırların ötesine yayılmakta, finansal araçlarda çeşitlilik artmakta, artan rekabet sonucunda piyasalar yeniden yapılanarak uluslararası entegrasyona gitmektedir. Bu gelişmeler ışığında, düzenleyiciler için yeni zorluklar ortaya çıkmakta ancak, beraberinde yeni fırsatları doğurmaktadır. Tüm bu gelişmelere paralel ilerleyebilmenin gerekliliklerinden ve en önemlilerinden birisi de uluslar arası GIPS standartlarına uyumlu yatırım

endüstrilerinin varlığı olacaktır. Bu sayede tüm dünyada yatırımcılar ve piyasa katılımcıları aynı dili konuşabileceklerdir.

Böyle bir ortamda küresel finans sisteminin içinde yer almayan bir sermaye piyasası ülkenin ekonomik kalkınmasına da yeterince katkı sağlayamayacaktır. Bu nedenle, araştırmamız konusunu oluşturan GIPS standartlarına uyumun öneminin tüm yatırım endüstrisi tarafından yeterince anlaşılıp anlaşılmadığının belirlenmesidir. Türk sermaye piyasalarının günümüz şartlarının gerektirdiği güvenli, adil, şeffaf ve etkin işlemlerini sağlayacak uluslararası norm ve gelişmelere paralel yeniden yapılandırılmasında, küresel finans sisteminin önemli bir paçası haline getirilmesinde, gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde fonları sermaye piyasamıza çekebilmek için standartlara uyumun sağlanmasının önemliliğini ortaya koyabilmektir.

4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

4.1. Araştırmanın Modeli

Ülkemizdeki portföy yönetim firmalarının GIPS standartlarına uyumla ilgili durumlarının belirlenmesine yönelik olan bu araştırmada betimsel model kullanılmıştır. Araştırmada Ek:2’de verilen anket formundaki her bir değişken için bilgiler pasta grafikleri, çubuk diyagramları ve oran hesaplamaları ile üretilmiştir.

4.2. Araştırmanın Evreni ve Örneklemi

Araştırma İMKB’ye kote olmuş, toplam 20 portföy yönetim şirketi üzerinden yapılmıştır. Araştırmanın evreni 20 adet portföy yönetim şirketinden oluşmaktadır. Bu şirketlerin her biri araştırmanın örnekleme birimini oluşturmaktadır. Gözlem birimimiz ise, bu portföy yönetim şirketlerindeki en az portföy yöneticisi sıfatını taşıyan kişilerdir. Bu firmaların listesi Ek 4’ de verilmiştir.

Tanımlanan araştırma evrenindeki portföy yönetim şirketlerinin her bir portföy yöneticisine yani gözlem birimine anket formu e-mail ile ulaştırılmıştır; Diğer bir ifade ile araştırmada tam sayım uygulanmıştır. Ancak, bunların 18 tanesinden geri dönüş

alınmıştır. Dolayısıyla, araştırmanın örneklemini evrenin % 90' ını oluşturan 18 portföy yönetim şirketinden oluşmaktadır.

4.3. Verilerin Derlenmesi

Araştırma konusu ile ilgili literatür taraması yapıp araştırmanın kuramsal alt yapısı belirlenmiştir. Bu yapıya dayalı olarak araştırmada kullanılacak anket formu anket oluşturulmuştur. Anket formundaki soruların amacımız doğrultusunda çalışıp çalışmayacağını test etmek için KYD Başkanı Gürman Tevfik ile görüşülmüş ve konuyla ilgili olarak kendisinden yardım alınmıştır.

Ek:3'te yer alan anket formunda 58 adet soru bulunmaktadır. Sorular kapalı ve yarı açık uçlu olarak hazırlanmıştır.

Değişkenlerin ölçülmesinde sınıflayıcı ve sıralayıcı ölçek kullanılmıştır.

Verilerin işlenmesi ve çözümlenmesinde "SPSS for Windows 13.0" istatistik paket programı kullanılmıştır. Açık uçlu sorulara ilişkin veri girişinde açıklama yapılması istenen ölçme düzeylerine verilen yanıtların tamamı incelenerek ölçme düzeyleri tanımlanmış ve bu tanımlamalara göre veri girişleri yapılmıştır.

Araştırmada kullanılan anketin güvenilirliği analiz edilmiş ve Cronbach Alfa katsayısı 0,83 bulunmuştur. Bulunan değer 1'e yakın olması nedeniyle, anketin güvenilir olduğu görülmüştür.

5. BULGULAR VE YORUM

Çalışmamızın evrenini oluşturan portföy yönetim şirketlerinin anketimize vermiş oldukları cevaplardan elde edilen bulgular ve yorumlar aşağıdaki gibidir. Anketimizde kullandığımız 5 dereceli hazırladığımız Likert ölçeğine göre kabul gören kritik değer 3,4 ile cevaplar yorumlanmıştır. Bu kritik değer, aralık sayısı dereceleme sayısına bölünerek ($4/5=0,8$) aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

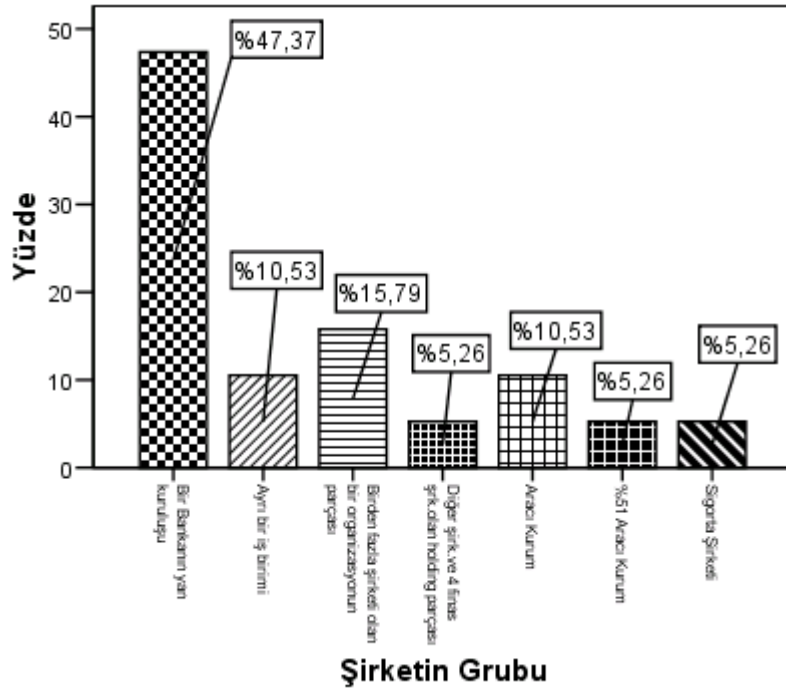
$$1 = 1 + 0,8 = 1,8$$

$$2 = 1,8 + 0,8 = 2,6$$

$$3 = 2,6 + 0,8 = \mathbf{3,4}$$

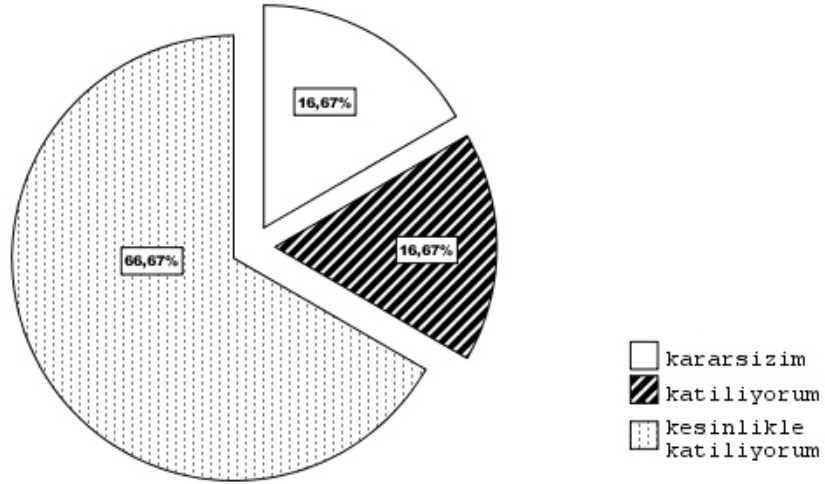
$$4 = 3,4 + 0,8 = 4,2$$

$$5 = 4,2 + 0,8 = 5$$



Şekil 4.1 Portföy Yönetim Şirketlerinin Yer Aldığı Grupların Dağılımı

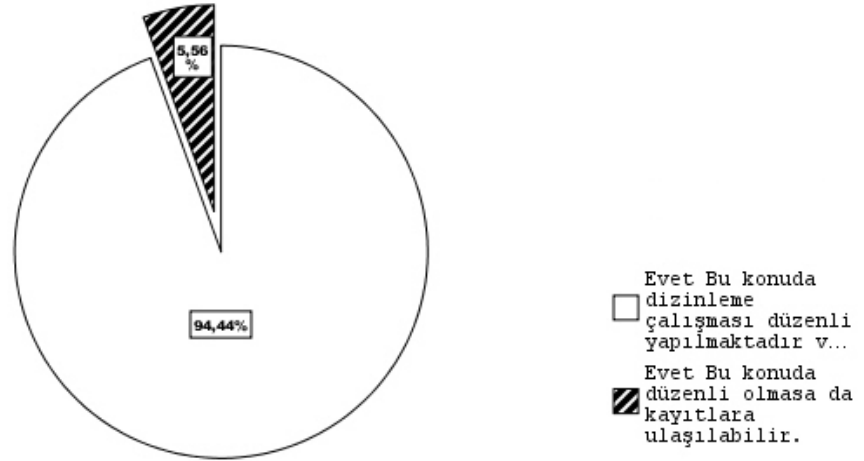
Şekil 4.1’de görüldüğü gibi çalışmamızın evrenini oluşturan portföy yönetim şirketlerinin dahil oldukları grupların dağılımı şöyledir: Portföy yönetim şirketlerinin %47,37 bir bankanın yan kuruluşu, %10,53’ ü ayrı bir iş birimi, %15,79’u birden fazla şirkete olan bir organizasyonun parçası, %5,26’sı diğer ve 4 finans şirkete olan holdingin parçası, %10,53’ü aracı kurum, %5,26’sı ise, %51’i aracı kurum olan bir şirket ve %5,26’sı sigorta şirketi olarak belirlenmiştir.



Şekil 4.2 “Portföy performansının genel kabul görmüş ölçütler çerçevesinde tespit edilerek, örnek standartlar ile yatırımcıya ve kamuya dönemsel olarak açıklanması portföy yönetiminin nispi başarısı hakkında yatırımcılara ve diğer piyasa katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunmaktadır” görüşüne ilişkin portföy yöneticileri görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,50	0,79

Şekil.4.2’ de görüldüğü gibi yatırımcılar için portföy performansının genel kabul görmüş ölçütler çerçevesinde tespit edilerek, benimsenen standartlar ile yatırımcıya ve kamuya dönemsel olarak açıklanması portföy yönetiminin nispi başarısı hakkında yatırımcılara ve diğer piyasa katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunduğu görüşüne portföy yöneticilerinin yüksek oranda katıldıkları söylenebilir. Bu orana katılıyorum seçeneğini işaretleyenlerin de dahil edilmesi durumunda belirtilen görüşe katılma düzeyinin % 83,34 olduğu sonucuna varılmaktadır. Likert ölçeğine göre alınan cevapların ortalaması 4,5’ in kritik değer 3,4’ den büyük olduğu için de anketimize katılan portföy yönetim firmalarının GIPS standartlarına uyum sağlama konusunda duyarlı oldukları sonucu çıkmaktadır.

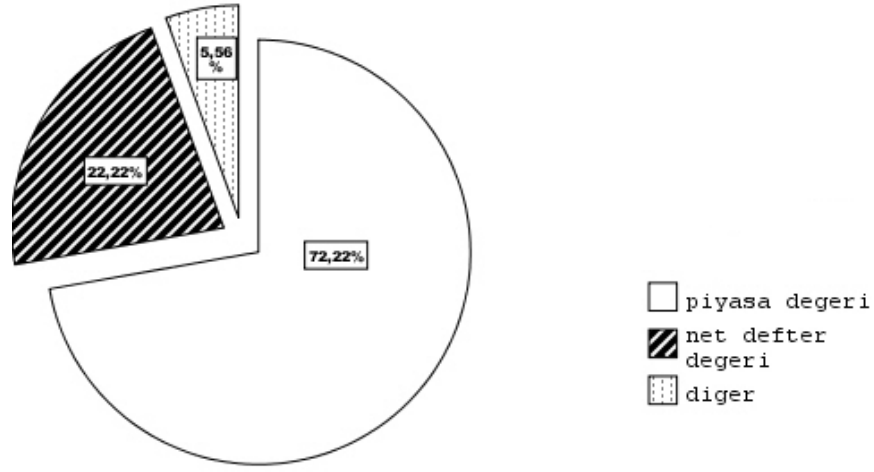


Şekil 4.3 Portföy yönetim firmalarının performans ölçümüne ilişkin tarihsel kayıtlara sahip olmaları ve istendiğinde bu kayıtlara ulaşmanın mümkün olup olmadığı konusuna ilişkin portföy yöneticileri görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

Portföy yönetim firmaları açısından standartlara uyum projesinin yarıda kalmaması tarihsel verilerinin geriye dönük olarak sağlıklı bir şekilde elde edilebilirliğine bağlıdır. GIPS standartları bu tarihsel verilerin geriye dönük olarak mümkünse 10 yıl veya en azından 5 yıl (5 yıldan az geçmişi olan firmalar için kuruluşundan itibaren) sunulabilmesini ve istendiğinde bu bilgilere ulaşılmasını zorunluluk olarak düzenlemiştir. Şekil 4.3 de görüldüğü gibi Türkiye’deki portföy yönetim firmalarında tarihsel kayıtlara ilişkin dizinleme çalışmasını %94,44’ ünün düzenli olarak yaptığı ve istendiğinde kayıtlara ulaşılacağı %5,56 sının kayıtlarının düzenli olmadığı; Ancak, istendiğinde ulaşılacağı belirtilmiştir. Özetle, gerekli hesaplamaları yapmak ve performans sunumunu destekleyecek tüm gerekli veri ve bilginin sağlanabilmesi ve muhafaza edilmesi konusunda portföy

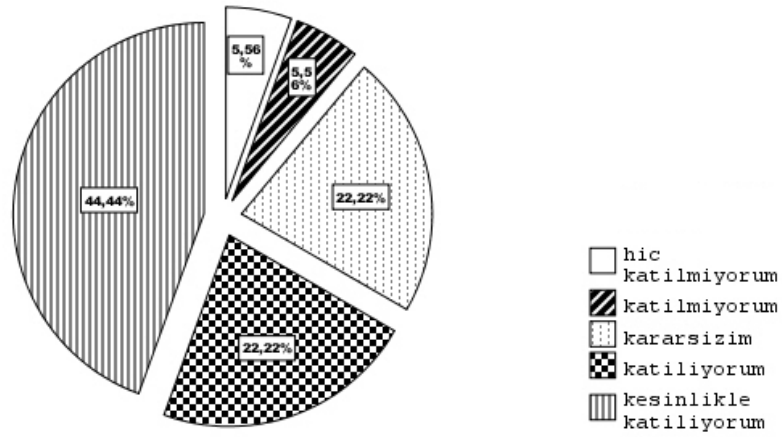
yönetim firmalarının GIPS standartlarının bu zorunluluğuna özenle uydukları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.4 Portföy yönetim firmalarının portföy değerlendirme yöntemlerine ilişkin portföy yöneticileri görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	3	1,33	0,59

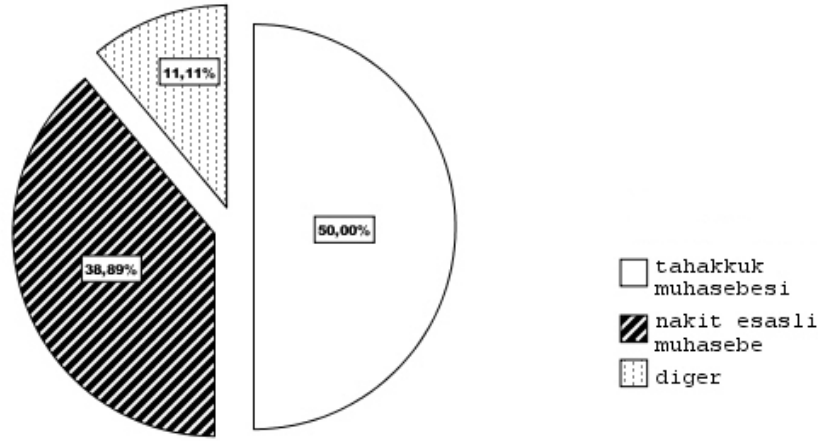
GIPS standartlarında portföy değerlendirilirken maliyet veya net defter değerinin kullanılmaması piyasa değerinin hesaplamalarda esas alınması zorunluluk olarak düzenlenmiştir. Bu zorunluluğa araştırmanın örnekleme birimleri adına gözlem birimlerimizin şekil 4.4 de görüldüğü gibi %72,22' sinin piyasa değerini kullandıkları, %22,22' sinin net defter değerini ve %5,56' sının diğer değerlendirme yöntemlerini tercih ettikleri cevaplarından bu zorunluluğa uydukları sonucu çıkmıştır.



Şekil 4.5 Portföy yönetim firmalarının “1 Ocak 2010 da başlayacak dönemler için GIPS standartları firmaların portföylerinin ayın en son iş günü veya takvim yılının en son ayında değerlendirilmesini gerektirmektedir.” zorunluluğuna ilişkin portföy yöneticileri görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,94	1,21

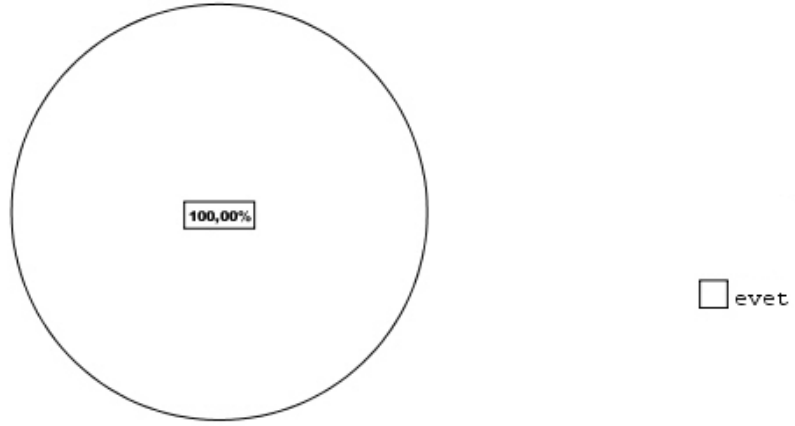
Şekil 4.5’ de görüldüğü gibi GIPS standartlarının bu zorunluluğuna gözlem birimlerimizin %44,44’ ünün kesinlikle katılıyorum cevabına %22,22’ sinin katılıyorum cevabını da ilave ederek %66,66 sının bu zorunluluğa uyum sağladıkları Ancak,, % 22,22’ sinin kararsız, %5,56’ sının katılmadığı ve buna ilave olarak %5,56’ sının hiç katılmadığı sonucuna varılmıştır. Likert ölçeği ile gözlem birimlerinin cevaplarından ortalama 3,94 kritik değerin üzerinde olduğu için genel cevapları olumlu olarak yorumlayabiliriz ve araştırmamızın örnekleme birimlerinin bu zorunluluğa genel anlamda uyum sağladıkları sonucunu çıkarabiliriz.



Şekil 4.6 Portföy yönetim firmaları sabit getirili menkul kıymetler ve faiz gelirinin tahakkuk ettirilmesini gerektiren diğer varlık unsurları için hangi muhasebe sistemini kullandıklarına ilişkin portföy yöneticileri görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	3	1,61	0,70

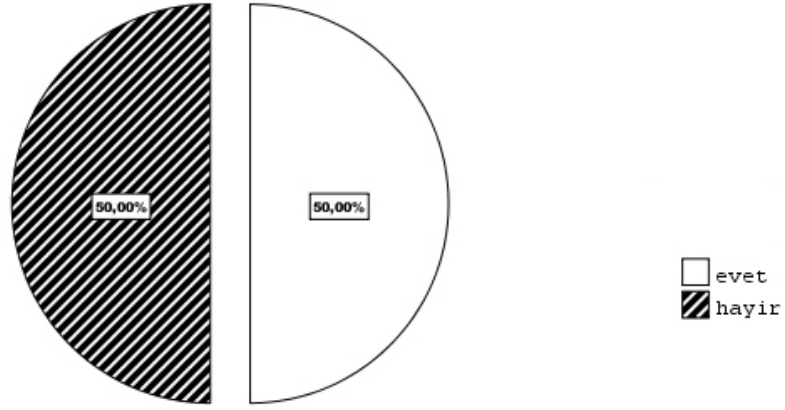
Portföy yöneticisinin belirlediği strateji doğrultusunda portföye alınan/satılan menkul kıymetlerden piyasa fiyatı üzerinden kâr elde edebilmek, ya da zararı önleyebilmek için tahakkuk muhasebesinin kullanılmasını GIPS standartları zorunluluk olarak düzenlemiştir. GIPS' in tahakkuk muhasebesini kuvvetle teşvik etmesin rağmen, çalışmamızda gözlem birimlerimizin şekil 4.6' da görüldüğü gibi %50 sinin tahakkuk muhasebesini kullandıkları, %38,89' unun halen nakit esaslı muhasebeyi tercih ettikleri ve %11,11' inin diğer muhasebe yöntemlerini kullandıkları görülmektedir. Buradan GIPS standartlarının “Sabit getirili menkul kıymetler ve faiz gelirinin tahakkuk ettirilmesini gerektiren diğer varlık unsurları için, tahakkuk muhasebesi kullanılmalıdır. Sabit getirili menkul kıymetlerin piyasa değerleri, tahakkuk etmiş faizi dikkate alınarak belirlenmelidir.” şeklinde düzenlediği zorunluluğun yeteri kadar uygulanmadığı sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.7 Portföy yönetim firmalarının 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren oluşturduğu portföy gruplarının yıllık dönembaşı ve dönemsonu değerlendirme tarihlerinin tutarlı olup olmadığına ilişkin portföy yöneticileri görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	1	1,00	0,00

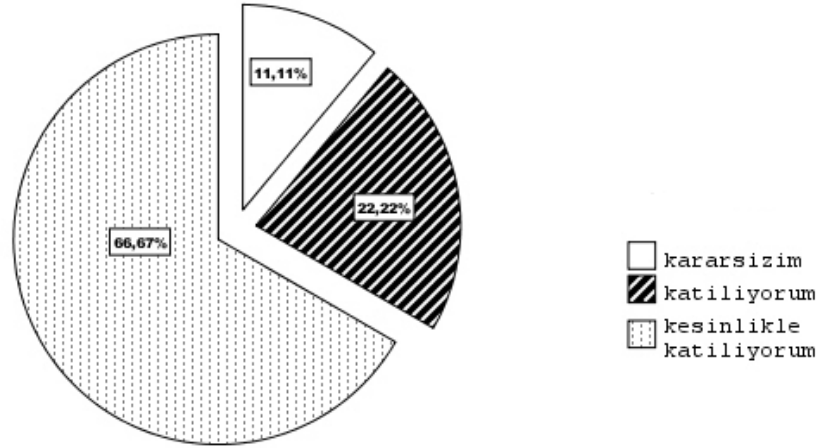
Şekil 4.7’den görüldüğü gibi gözlem birimlerimiz GIPS standartlarının “1 Ocak 2006’dan sonra başlayan dönemler için, portföy gruplarının yıllık dönembaşı ve dönemsonu değerlendirme tarihleri tutarlı olmalı yani portföylerden birisi için dönembaşı 1 Ocak ise diğerleri için de dönem başının 1 Ocak olmalıdır ve portföy grupları takvim yılının dışında bir mali yılda (dönembaşı 1 Ocak ve dönem sonu da 31 Ocak olmayan mali yıl) raporlanmadıkça, dönembaşı ve dönemsonu değerlendirme tarihi takvim yılının sonu olmalıdır (veya yılın son iş günü olmalıdır).” zorunluluğuna %100 evet cevabını vererek tam olarak uyum sağladıkları sonucuna varmamızı sağlamışlardır.



Şekil 4.8 Portföy yönetim firmalarının “Ocak 2001 tarihinden önceki dönemler için portföylerin en azından 3 aylık değerlendirilmesi gerekir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,50	0,51

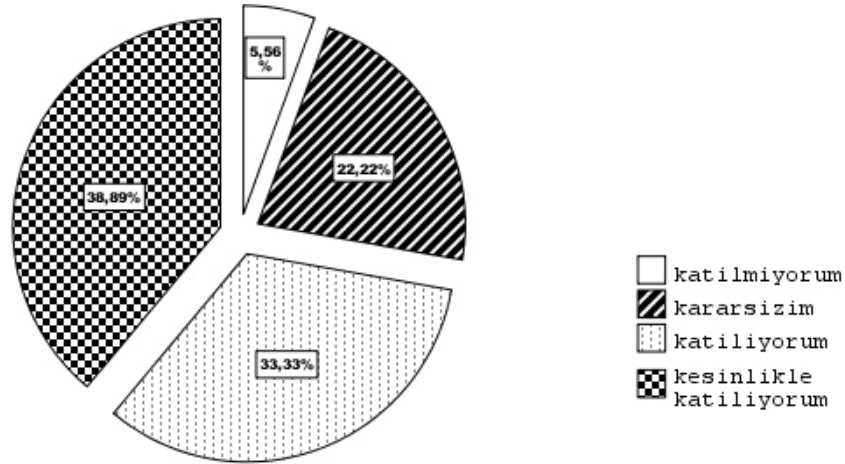
Standartlara ilişkin düzenleme, spesifik bir metot seçmekten çok yöneticileri belli sınırlar içinde kendi performans hesaplamalarını yapmalarını serbest bırakma yolunu seçmiştir. Firmalar için aylık bağlantılı değerlendirme tercih edilmekle birlikte portföyler en az 3 ayda bir değerlendirilmelidir. Şekil 4.8’ de görüldüğü gibi gözlem birimlerinin portföylerin en azından 3 ayda bir değerlendirilmesi zorunluluğuna ilişkin %50’ si evet ve %50’ si de hayır yanıtını vermiştir. Bu konuda bir görüş birliğinin sağlanamadığı sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.9. “1 Ocak 2005 de başlayan dönemler için firmalar portföy işlemlerini alım satım tarihinde muhasebeleştirmeleri gereklidir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,56	0,70

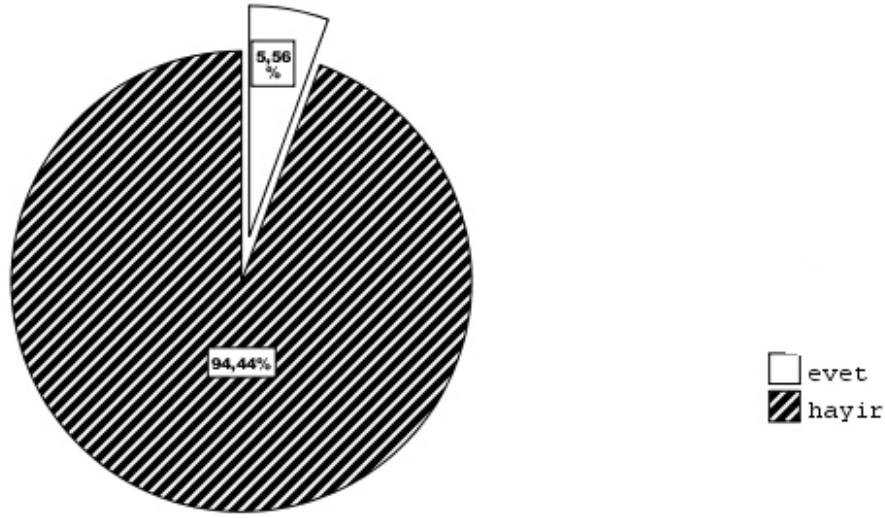
Menkul kıymetin değeri devamlı düşüyor olsa ve satıldığı tarihte nakit girişi olmasa da satış tarihinde işlem gerçekleştiği kabul edileceği için satış tarihi ile nakit girişinin gerçekleştiği tarih arasında oluşan fiyat hareketleri firmayı etkilemeyecektir. Menkul kıymet Eğer dönem sonunda alındı ise o döneme ait getiri hesaplanırken henüz nakit akışı gerçekleşmediği halde o bir günlük getiri o dönem getirisi içinde yer alacaktır. Bu avantajların firmaya sağladığı olumlu katkı şekil 4.9’ da görüldüğü gibi gözlem birimlerinin %66,67’ sinin kesinlikle katıldıkları, %22,22’ sinin katıldıkları ve ikisinin toplamı %88,89’ un ve 4,56 lık ortalamanın kritik 3,4 değerinden yüksek olması kesinlikle bu zorunluluğa uyum sağlandığı sonucunu vermektedir. Gözlem birimlerinin %11,11 ise halen kararsızdır.



Şekil 4.10 “Portföy oluşturulurken yatırım yöneticisinin kontrolü altında olan ve ücret ödenen bütün portföyler, benzer yatırım amaç ve stratejilerine göre tanımlanmış en az bir portföy grubuna dahil edilmesi gereklidir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Std. Deviation
	18	2	5	4,06	0,94

Portföy yöneticisinin yatırım stratejisi doğrultusunda kontrolü altında olan ve ücret ödemeli portföylerini portföy grupları içerisinde değerlendirmesine ilişkin gözlem birimlerimizin şekil 4.10 da görüldüğü gibi %38,89’ unun kesinlikle katıldıkları ve %33,33’ ünün katıldıkları %22,22’sinin kararsız oldukları ve %5,56’ sının katılmadıkları tespit edilmiştir. Likert ölçeğimizde ortalama 4,06’ nın kritik değerin üzerinde olması GIPS zorunluluğuna uyum sağlandığını ve kesinlikle katılıyorum cevabını verenlere katılıyorum cevaplarını da ilave edince %72,22’sinin bu zorunluluğa gereken önemi verdikleri sonucuna varılmıştır.

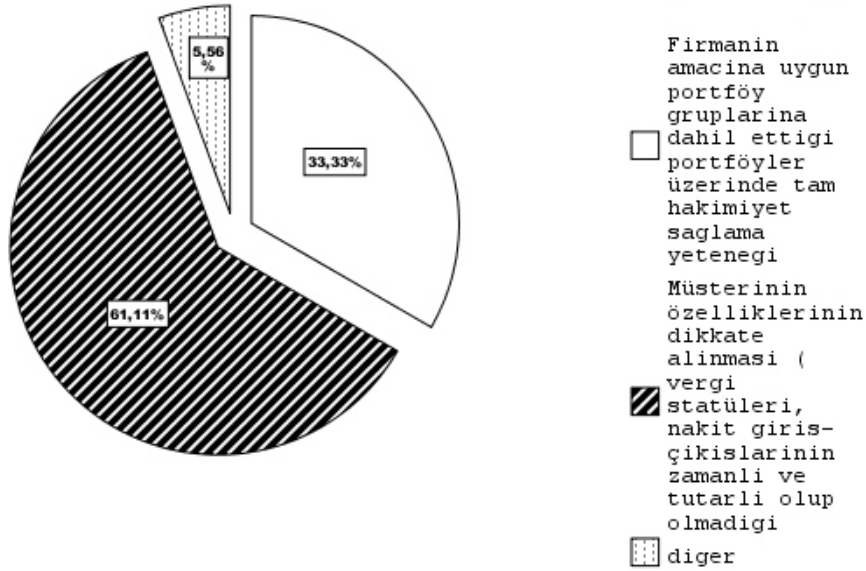


Şekil 4.11 Portföy yönetim firmalarının kontrolleri altındaki portföyler için müşterinin belgelendirilmiş kısıtlamaları firmanın kârını etkiliyorsa, firmaların bu portföyü kontrolleri altında olmayan portföy gibi değerlendirip portföy grubundan çıkarıp çıkarmadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Std. Deviation
	18	1	2	1,94	0,24

Gözlem birimlerimizin şekil 4.11 de görüldüğü gibi %94,44' ü hayır cevabı verdiği ve %5,56' sının evet cevabı verdiği tespit edilmiştir. AIMR, var olan müşterinin (menkul kıymetlerin portföy içinde ağırlıklandırılmasında yatırım stratejisine ters düşen varlıkların portföyüne dahil edilmesini istemesi, ya da belirli menkul kıymetlere yatırım yapılırken bazılarına yatırım yasağı getirmesi gibi) kısıtlamaları veya portföye dahil edilen varlıklarla ilgi vergi düzenlemeleri nedeniyle firmanın kârının azalması söz konusu ise firmaya, portföyü kontrolü altında olmayan hesap olarak değerlendirip, portföy grubu dışına çıkarmaya, ya da firma inisiyatifinde olarak kontrolü altında tutulan hesap olarak değerlendirme hakkı tanınmıştır. Eğer müşterinin belirlediği ve belgelendirdiği kısıtlamalar firmanın yatırım stratejisini olumsuz etkiliyorsa, firma kontrolü altında olan ve olmayan hesapları ayırmalıdır. Ancak, gözlem birimlerimizin kontrolleri altındaki

portföyler için müşterinin belgelendirilmiş kısıtlamaları firmanın kârını etkiliyorsa, firmaların bu portföyü kontrolleri altında olmayan portföy gibi değerlendirip portföy grubundan çıkarmadıkları sonucuna varılmıştır.

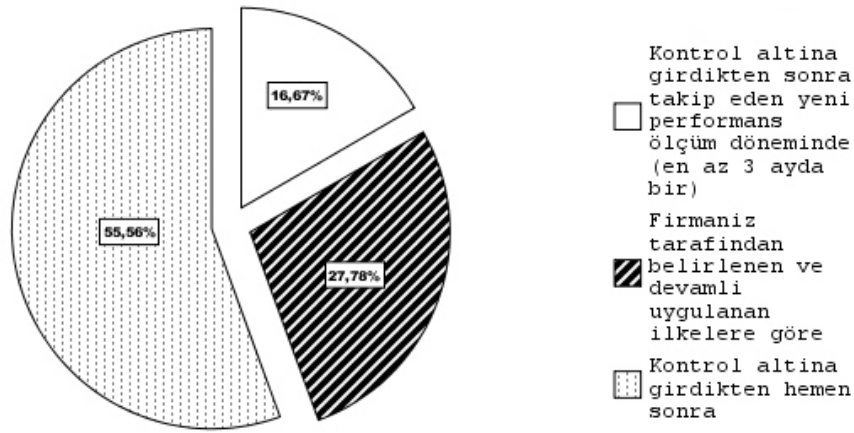


Şekil 4.12 Portföy grupları oluşturulurken yatırım stratejisini ve amacını doğru olarak belirlemek amacıyla portföy yönetim firmalarının göz önünde bulunduracakları seçeneklere ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	3	1,72	0,57

Portföy grubu yaratılmasının anlamı, doğru sunum, tutarlılık ve firmalar arasında zaman içerisinde sonuçların karşılaştırılması için gereklidir. Portföy grubu, yatırım amaç ve stratejisine özgü tek grup içinde portföyleri toplamak olduğu GIPS standartlarında belirtilmiştir. GIPS standartları firmaları portföy grubu tanımlama için amaç kriter geliştirmeye yönlendirir. Portföy grupları oluşturulurken yatırım stratejisi ve amacı doğru olarak belirlenmelidir. Yatırım yönetim stratejisi ve amacı, firmanın amacına uygun portföy gruplarına dahil ettiği portföyler üzerinde tam hakimiyet sağlama yeteneği, müşterinin özelliklerinin dikkate alınması (vergi statüleri, nakit giriş-çıkışlarının zamanlı ve tutarlı olup olmadığı vb.) etkenler

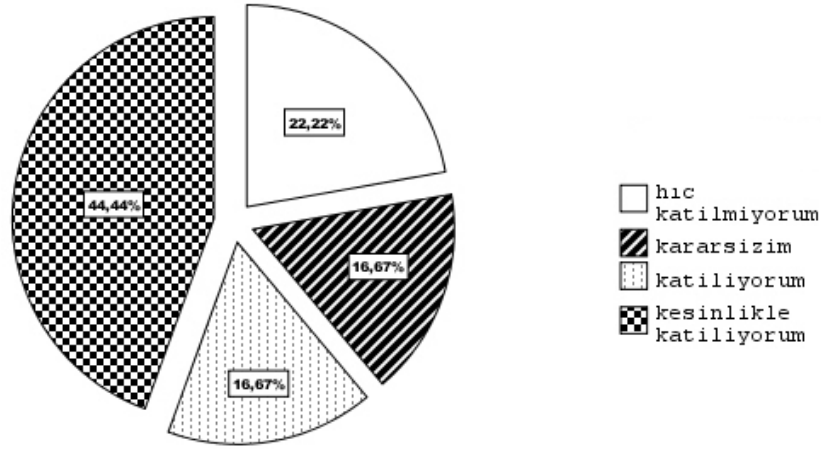
portföy grubu oluşturulurken göz önünde bulundurulmalıdır. Gözlem birimlerimizin bu konuya ilişkin verdikleri cevaplardan şekil 4.12 de görüldüğü gibi %61,11 vergi statüleri, nakit giriş ve çıkışlarının zamanlı ve tutarlı olup olmadığını göz önünde bulundurdıkları, %33,33' ünün firmalarının amacına uygun portföy gruplarına dahil ettikleri portföyler üzerinde tam hakimiyet sağlama yeteneklerini göz önünde bulundurdıkları ve %5,56' sının diğer etkenleri göz önünde bulundurdıkları tespit edilmiştir.



Şekil 4.13 Portföy yönetim firmalarının yeni bir portföyün yönetimleri altına girdikten sonra ne zaman bu portföyü portföy gruplarına dahil ettiklerine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	3	2,39	0,78

Gözlem birimlerimizin yeni bir portföyün yönetimleri altına girdikten sonra ne zaman bu portföyü portföy gruplarına dahil ettiklerine ilişkin olarak şekil 4.13 de görüldüğü gibi %16,67' sinin kontrol altına girdikten sonra takip eden yeni performans ölçüm döneminde, %55,56' sının kontrol altına girdikten hemen sonra ve %27,78' inin firmanın belirlediği ve devamlı uyguladığı ilkelere göre portföy gruplarına dahil ettikleri tespit edilmiştir.

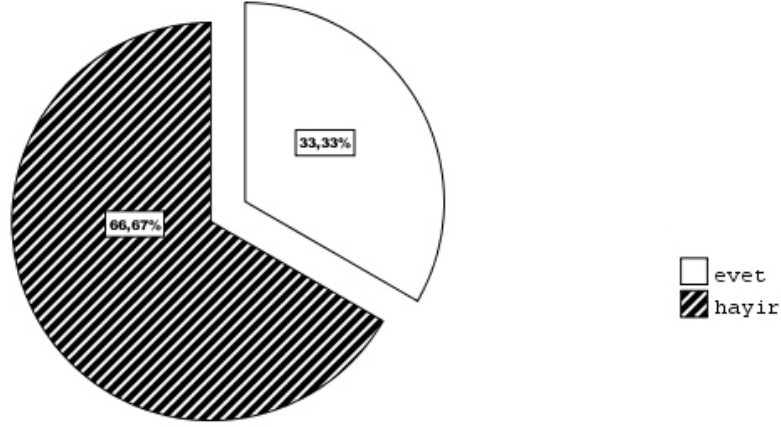


Şekil 4.14 “Bir portföyün kapanmış olsa bile portföy yönetim firmasının yönetimi altında olduğu en son tam performans ölçüm dönemine kadar portföy grubunda tutulduktan sonra çıkarılmalıdır. Söz konusu portföylerin süresi dolmadan önceki tüm ölçüm dönemleri portföy gruplarının performans ölçümüne dahil edilmesi gereklidir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,61	1,61

Bir portföyün süresi bitmiş olsa bile portföy yönetim firmasının yönetimi altında olduğu en son tam (bir dönem) performans ölçüm dönemine kadar portföy grubunda tutulduktan sonra çıkarılması ve söz konusu portföylerin süresi dolmadan önceki tüm ölçüm dönemleri portföy gruplarının performans ölçümüne dahil edilmesi GIPS standartlarında zorunluluk olarak düzenlenmiştir. Yani, kapanmış portföylerde son tam performans ölçüm dönemine kadar uygun portföy grubunda tarihi kayıt olarak içerilmelidir. Gözlem birimlerimiz buna ilişkin şekil 4.14 de görüldüğü gibi %44,44’ ünün kesinlikle katıldıkları, %16,67’ sinin katıldığı, %16,67’ sinin kararsız ve %22,22’ sinin hiç katılmadıkları tespit edilmiştir. Likert ölçeğimizde kritik değer 3,4’ den 3,61’ in büyük olması genel

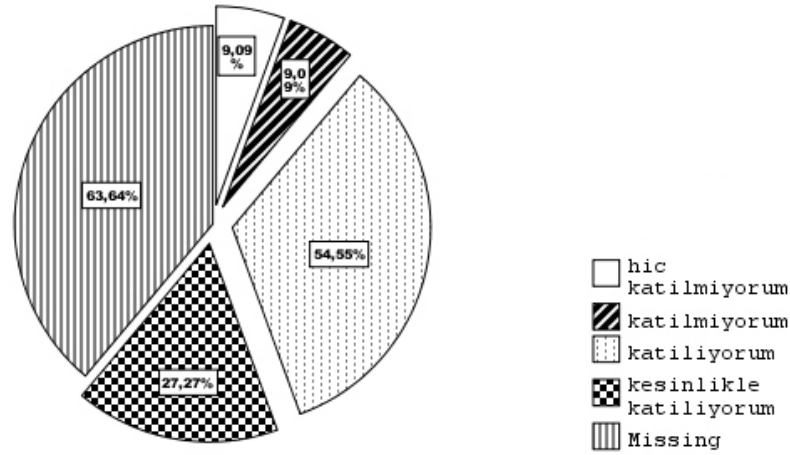
olarak olumlu bir yaklaşım olarak yorumlanabilir ve GIPS standartlarının bu zorunluluğuna uyum sağlanmıştır sonucuna varabiliriz.



Şekil 4.15 Portföy yönetim firmalarının bir portföy grubundan diğerine portföyleri aktarıp aktarmadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
18)	18	1	2	1,67	0,49

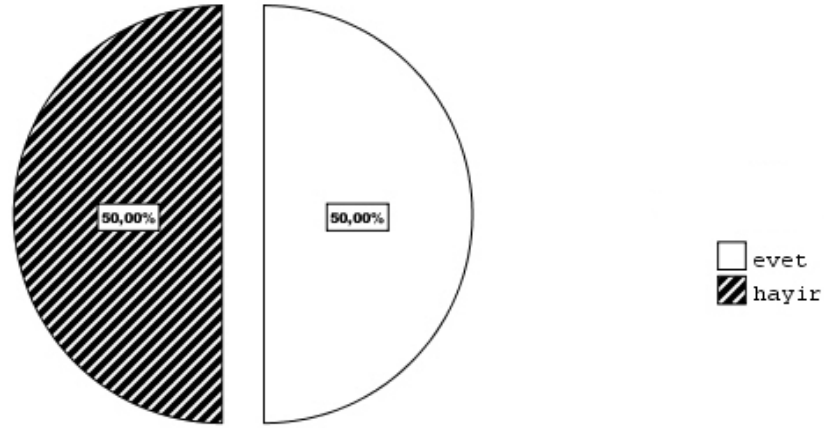
Müşteri talimatı ve belgelendirilmiş değişikliklerin yapılması dışında, portföyler bir portföy grubundan diğerine aktarılmamalıdır. AIMR' in bu konudaki görüşü, müşterinin yatırım rehberindeki değişiklikler sonucunda portföyünü var olan yatırım stili ve stratejisini temsil eden portföy grubundan firmanın tavsiye edeceği bir başka portföy grubuna taşımalarının mümkün olduğudur. Ancak, bu istek belgelendirilmelidir. Şekil 4.15 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %66,67'si bir portföy grubundan diğerine aktarma yapmadıklarını %33,33 ise bir portföyden diğerine aktarma yaptıklarını belirtmiştir.



Şekil 4.16 “Müşteri talimatı ve belgelendirilmiş portföy grupları arasında değişikliğin meydana gelmesi halinde firma halen mevcut olan portföy grubunu tarihi verileri ile muhafaza ederken, yeni portföy grubunun hiçbir tarihi verisi olmayacaktır. Standartlar bu konuda gruplar arası bir transfer olması halinde portföy grubunun yeniden tanımlanmasını gerekli kılmaktadır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	11	1	5	3,82	1,25

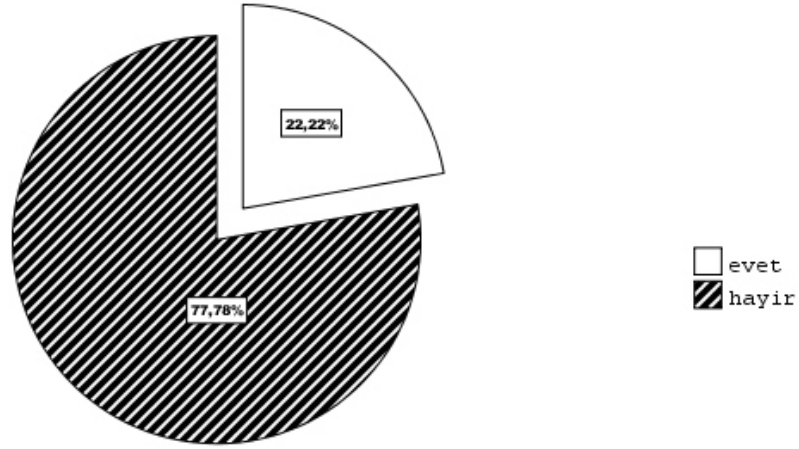
Portföy grupları arasında geçiş durumunun meydana gelmesi halinde firma halen mevcut olan portföy grubunu tarihi verileri ile muhafaza ederken, yeni portföy grubunun hiçbir tarihi verisi olmayacağından hareketle GIPS standartları portföy grubunun yeniden tanımlanmasını zorunluluk olarak düzenlemiştir. Buna ilişkin şekil 4.16 da görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %27,72 sinin kesinlikle katıldıkları, %54,55’ nin katıldığı, 59,09’ unun katılmadığı ve %9,09’ unun hiç katılmadığı sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre ortalama 3,82 nin kritik değer üzerinde çıkması GIPS’ in bu zorunluluğuna uyum sağlandığını göstermektedir.



Şekil 4.17 Portföy yönetim firmalarının değiştirilebilir tahvillerin yönetici ve müşteri arasında söz konusu menkul kıymetlerin sabit getirili menkul kıymetler içinde değerlendirilmesine ilişkin başka bir anlaşma yoksa, normal olarak hisse senedi performansı içinde değerlendirip değerlendirmedikleri ve hisse senedi grubundan sabit getirili menkul kıymet grubuna bir kaydırma olacaksa bunu müşteriye bildirip bildirmediklerine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,50	0,51

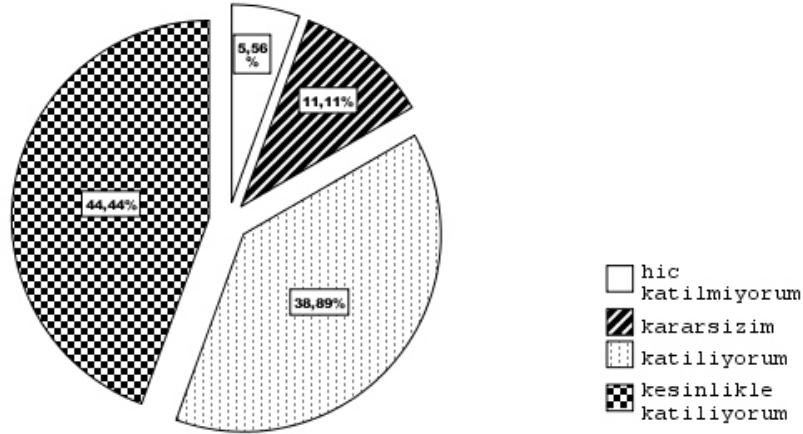
Şekil 4.17 de görüldüğü gibi, değiştirilebilir tahvillerin ki ülkemiz için uygulaması olmamasına rağmen uluslar arası piyasalarda da yatırımlar göz önünde bulundurularak, yönetici ve müşteri arasında söz konusu menkul kıymetlerin sabit getirili menkul kıymetler içinde değerlendirilmesine ilişkin başka bir anlaşma yoksa, normal olarak hisse senedi performansı içinde değerlendirip değerlendirmedikleri ve hisse senedi grubundan sabit getirili menkul kıymet grubuna bir kaydırma olacaksa bunu müşteriye bildirmelerine ilişkin gözlem birimlerimizin %50' sinin bildirdikleri ve %50' sinin bildirmediği sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.18 Portföy yönetim firmalarının kendi nakit dağıtımı ve para yönetimi olan ve ayrı varlıklar olarak yönetilen alt portföy sınıfı (carve-out) olarak bağımsız portföy grupları oluşturup oluşturmadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,78	0,43

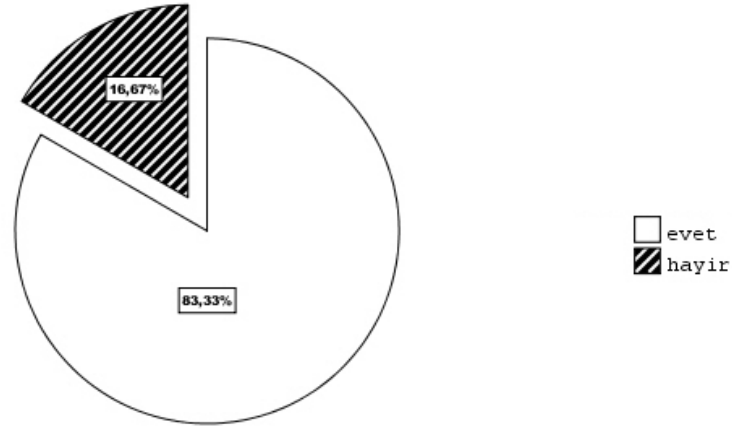
GIPS standartları firmalarının kendi nakit dağıtımı ve para yönetimi olan portföy gruplarının alt portföy sınıfından bağımsız portföy gruplarının yaratılmasını uygun görmektedir. Ancak,, şekil 4.18 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %77,78' inin portföy gruplarından farklı olarak kendi nakit dağıtımı olan ve ayrı varlıklar olarak yönetilen alt portföy sınıfı oluşturmadıkları %22,22' sinin ise, oluşturdukları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.19 “GIPS gerekliliklerini taşıyan en az 5 yıllık performans kayıtlarının (Eğer firmanın kuruluşu, ya da portföy grubunun oluşturulması 5 yıldan daha az ise firmanın kuruluş tarihinden veya portföy grubunun oluşturulduğu tarihten itibaren dönemlerin kayıtları) sunulması gereklidir. Bu 5 yıllık performans sunumundan sonra 10 yıla ulaşınca kadar her yılın performansını ek olarak sunmalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	4,17	1,04

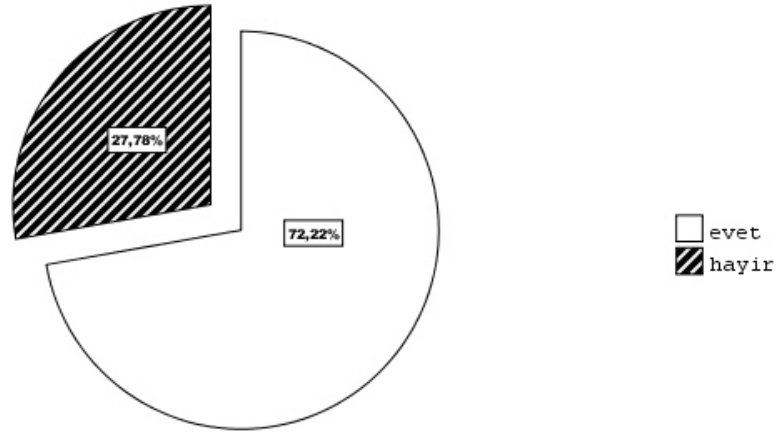
GIPS standartlarıyla uyumlu olduğunu iddia eden portföy yönetim firmalarının en az 5 yıllık tarihsel kayıtlarını ve 10 yıla ulaşınca dek her yılın performansını ek olarak sunmalarına ilişkin gözlem birimlerimiz şekil 4.19 da görüldüğü gibi %44,44’ ünün kesinlikle katıldığı, %38,89’ unun katıldığı, %11,11’ inin kararsız olduğu ve %5,56’sının hiç katılmadığı sonucuna varılmıştır. Kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevapları birleştirilerek % 83,33 gibi yüksek bir orana ulaşılmıştır. Ayrıca, ortalama 4,17’nin Likert ölçeğine göre kritik değer 3,4’ ün üzerinde olması olumlu olarak yorumlanır ve GIPS’ in bu zorunluluğuna uyum sağlanmıştır sonucuna varabiliriz.



Şekil 4.20 Portföy yönetim firmalarının bütün yıllar için yıllık getirilerini sunup sunmadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,17	0,38

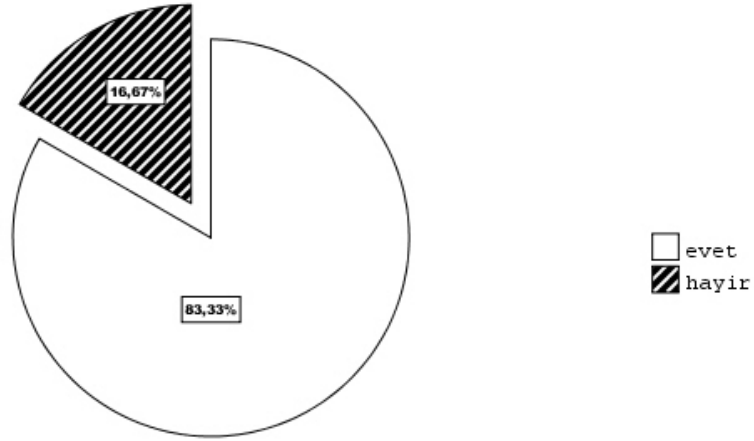
GIPS standartları bütün yıllar için yıllık getirilerin sunulması zorunluluk olarak düzenlemiştir. Şekil 4.20 de görüldüğü gibi %83,33 gibi yüksek bir oranda gözlem birimlerimiz bütün yıllar için yıllık getirilerini sunduklarını %16,67' sinin sunmadıkları sonucundan bu zorunluluğa uyum sağlandığı tespit edilmiştir.



Şekil 4.21 Portföy yönetim firmalarının portföy grupları beşten fazla portföyden oluşuyorsa, portföy grubunda temsil edilen firma toplam varlıklarının yüzdesi ya da her yılın dönem sonundaki toplam firma varlıklarının tutarını ve portföy, sayısını sunup sunmadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,28	0,46

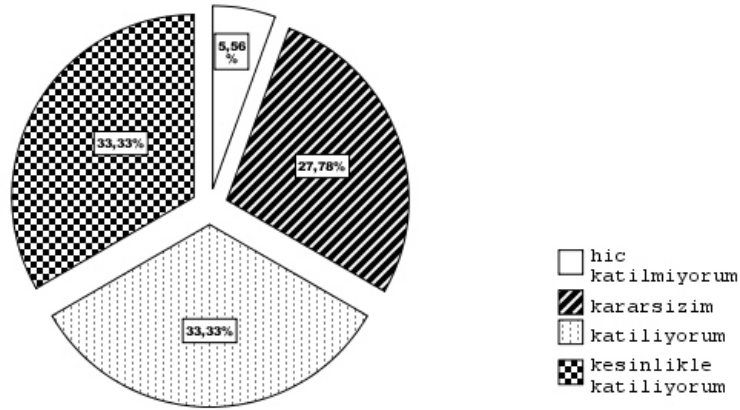
GIPS standartlarına göre portföy grubundaki varlık tutarı ile portföy sayısının sunulması zorunluluktur. Portföy grubunda temsil edilen firma toplam varlıklarının yüzdesi, ya da her yılın dönem sonundaki toplam firma varlıklarının tutarının sunulmasına ilişkin şekil 4.21 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %72,22' sinin bu zorunluluğu gerçekleştirdikleri ve %27,78' nin gerçekleştirmedikleri sonucu çıkmıştır.



Şekil 4.22 Porföy yönetim firmalarının portföy gruplarının hangi tarihte oluşturulduğunu belirtip belirtmediklerine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,17	0,38

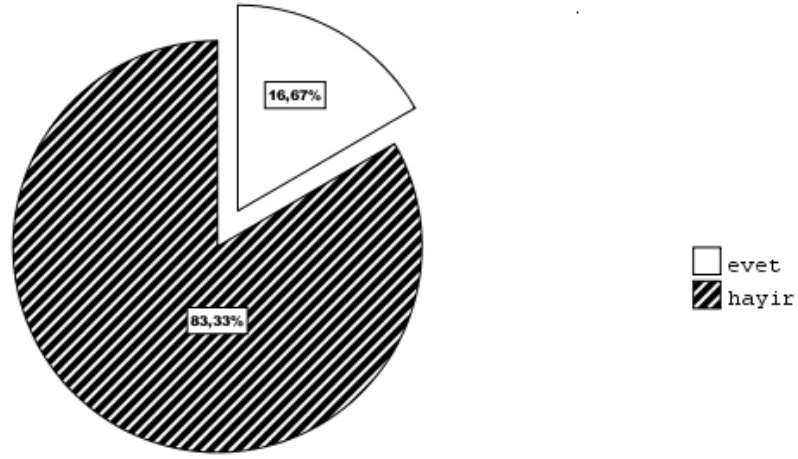
GIPS standartları portföy grubunun oluşturulduğu tarihin açıklanmasını zorunluluk olarak düzenlemiştir. Şekil 4.22 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %83,33' ünün portföy gruplarını oluşturdukları tarihi belirttiklerini ve %16,67' sinin ise, belirtmedikleri sonucuna ulaşmıştır.



Şekil 4.23 Portföy yönetim firmalarının “GIPS standartları firmaların uyumsuz oldukları dönemlere ilişkin performanslarını -GIPS standartlarının kamunun aydınlatılması gerekliliklerini yerine getirirlerse-GIPS ile uyumlu olmadıkları dönemlerdeki getirilerini uyum sağladıkları dönemle ilişkilendirebilirler. Ancak, firmalar 1 Ocak 2000’den sonraki dönemler için sadece uyumlu oldukları dönemlerin getirilerini sunabilirler” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,89	1,08

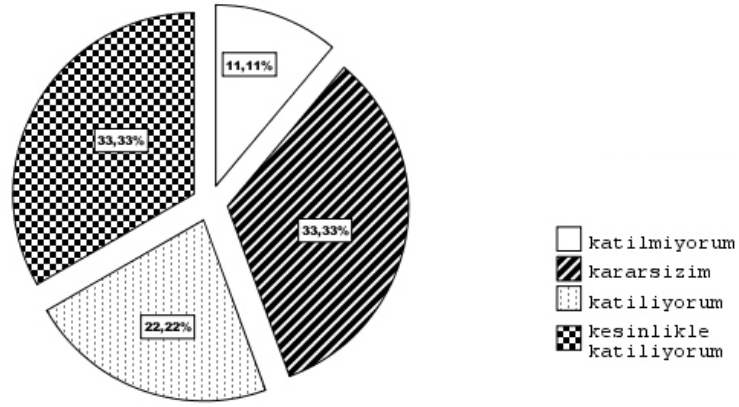
GIPS standartları portföy gruplarının geçmiş performanslarına ilişkin bilgilerinin açıklamalarda yer almasını zorunluluk olarak düzenlemiştir. 1 Ocak 2008’ den önceki dönemler için firmalar performans sunumunu yaparlarken uyumsuz dönemlerini de bu sunuma katabilecekleri Ancak, söz konusu tarihten sonraki dönemler için bunu yapmamaları konusuna ilişkin olarak şekil 4.23 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %33,33’ ünün kesinlikle katıldıkları, %33,33’ ünün katıldıkları, %27,78’ inin kararsız olduğu ve %5,56’ sının hiç katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Bu zorunluluğa uyum sağlandığına Likert ölçeğine göre kritik değer 3,4 den ortalama 3,89’ un yüksek olmasına bakarak da karar verebiliriz.



Şekil 4.24 Portföy yönetim firmalarının GIPS standartlarına uyum sağladıktan sonra başka bir firmayla birleşip birleşmediği veya iştiraki haline getirip getirmediğine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,83	0,38

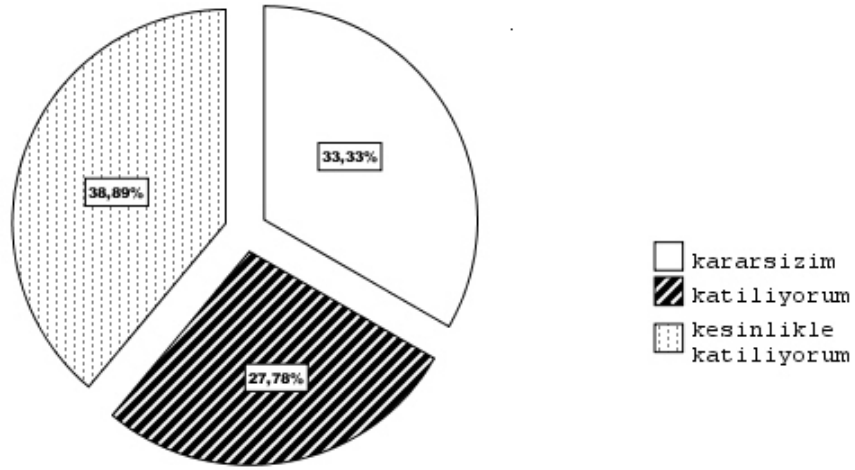
GIPS standartları uyum sağladıktan sonra portföy yönetim firmasının bir birleşme, satın alma, ya da başka bir firmayı iştiraki haline getirmesi durumunda firma tanımını yeniden yapması gerekiyorsa, firma tanımlamanın neden yeniden yapıldığını ve tarihini açıklamalıdır. Bu zorunluluğun uygulanabilmesi gözlem birimlerimizin böyle bir durumla karşılaşp karşılaşmadıklarının ortaya konması ile açıklığa kavuşturulabilecektir. Şekil 4.24 de görüldüğü gibi %83,33' ünün böyle bir durumla karşılaşmadıkları ve %16,67' sinin karşılaştıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.25 “Önemli yatırım kararlarının alınmasından sorumlu olacak kişiler yeni firma tarafından belirlenir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	2	5	3,78	1,06

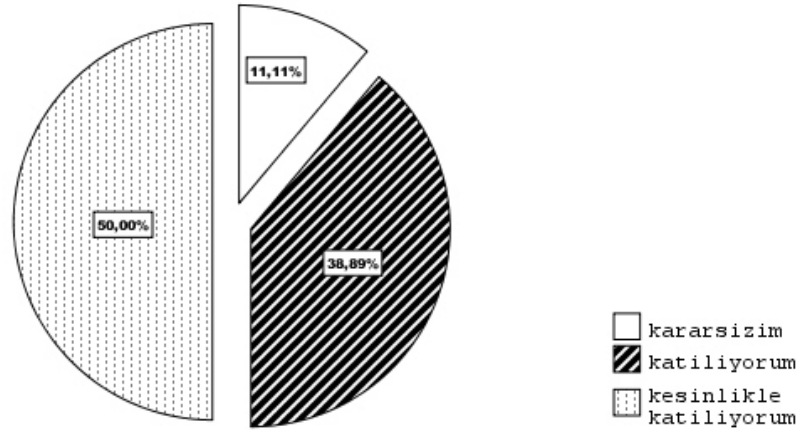
Eğer portföy yönetim firması yeniden tanımlanarak değişikliğe uğramışsa yeni yapılandırmanın içindeki pozisyonların özellikle de önemli yatırım kararlarını alacak portföy yöneticilerinin yeni firma tarafından belirlenmesine ilişkin olarak Şekil 4.25 de görüldüğü gibi, %33,33’ ünün kesinlikle katıldığı, %22,22’ sinin katıldığı, %33,33’ ünün kararsız olduğu ve %11,11’ inin katılmadığı sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre kritik değerden ortalama 3,78 büyük olduğu için genel olarak olumlu yorum yapılarak bu zorunluluğa uyum sağlandığı söylenebilmektedir.



Şekil 4.26 “Yatırım karar verme süreci ve personel yeni firmada tam ve bağımsız olarak yer alırlar.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,06	0,87

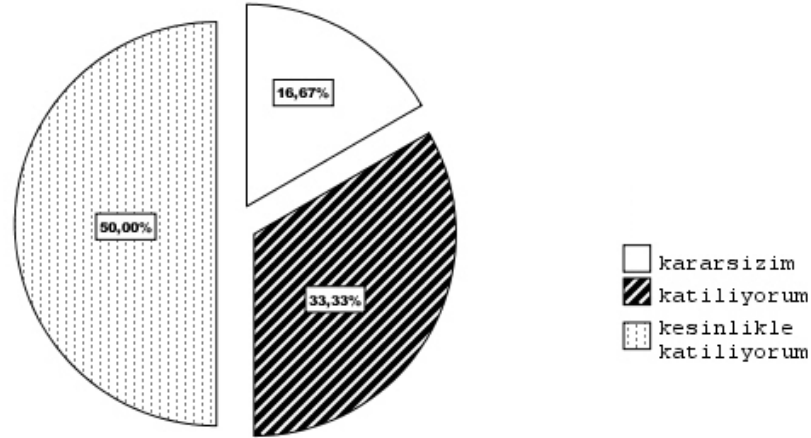
Yatırım karar verme süreci ve ilgili personelin eksiksiz ve bağımsız olarak yeni tanımlanan firmada yer almalarına ilişkin şekil 4.26 da görüldüğü gibi gözlem birimlerimizden alınan cevaplar %38,89’ unun kesinlikle katılıyorum, %27,78’ inin katılıyorum ve %33,33’ ünün kararsız olduğu sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre ortalama değer 4,06 nın kritik değerinin üzerinde olması gözlem birimlerimizin bu zorunluluğa uyum sağladıkları sonucunu teyit etmektedir.



Şekil 4.27 “Yeni firma eski firmadan sağlanan performans sonuçlarını yeni firmanın performans kayıtlarıyla ilişkilendirerek açıklamalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,39	0,70

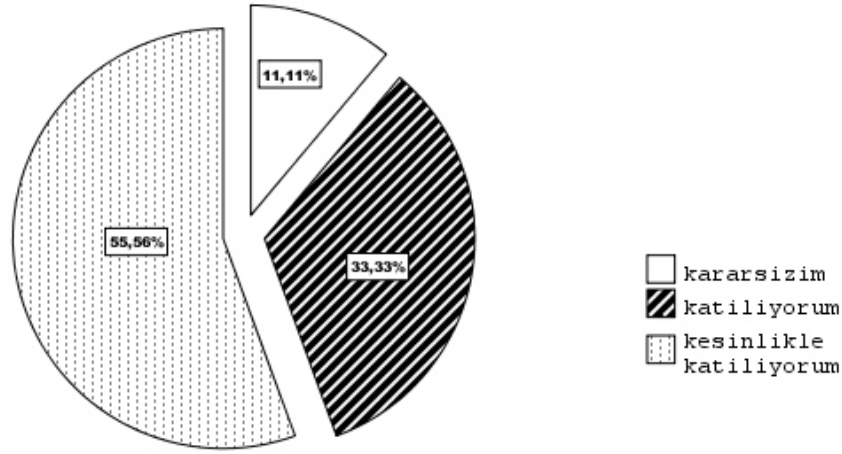
GIPS standartları yeni firmanın sunulan performansı destekleyen dökümantasyona ve kayıtlara sahip olması gerektiğini ve yeni firmanın eski firmadan sağlanan performans sonuçlarını yeni firmanın performans kayıtlarıyla ilişkilendirerek açıklaması gerektiğini düzenlemiştir. Şekil 4.27 den görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %50’ sinin kesinlikle katıldıkları, %38,89’ unun katıldıkları ve %11,11’ inin kararsız oldukları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre ortalama 4,39’ un kritik değerden büyük olması olumlu yorum yapmamıza ve bu zorunluluğa uyum sağlandığı sonucunu teyit etmektedir.



Şekil 4.28 “Oluşturulan portföy grubunun yatırım stratejisini veya portföy grubunu tanımlayan uygun bir karşılaştırma ölçütü belirlenmelidir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,33	0,77

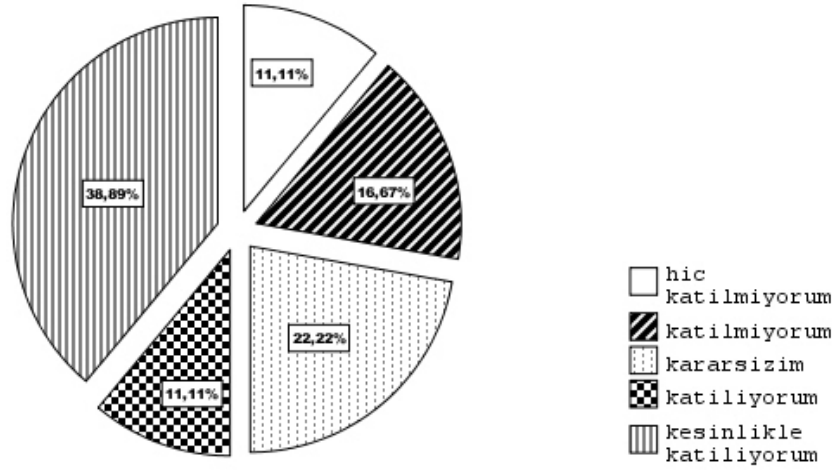
Portföyün performansının ortaya konabilmesi açısından en önemli düzenlemelerden birisi de uygun karşılaştırma ölçütünün belirlenmesidir. Buna ilişkin gözlem birimlerimiz Şekil 4.28’ den görüldüğü gibi %50’ nin kesinlikle katıldıkları, %33,33’ ünün katıldıkları ve %16,67’ sinin kararsız oldukları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre ortalama 4,33 kritik değerden büyük olduğu için olumlu yorum yapılarak bu zorunluluğa uyum sağlandığı sonucu teyit edilmektedir.



Şekil 4.29 “Eğer herkes tarafından kabul edilen bir karşılaştırma ölçütü veya çeşitli karşılaştırma ölçütlerinden oluşan bir bileşim kullanıldıysa firma karşılaştırma ölçütünü nasıl belirlediğini ve yeniden dengeleme sürecini açıklamalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,44	0,70

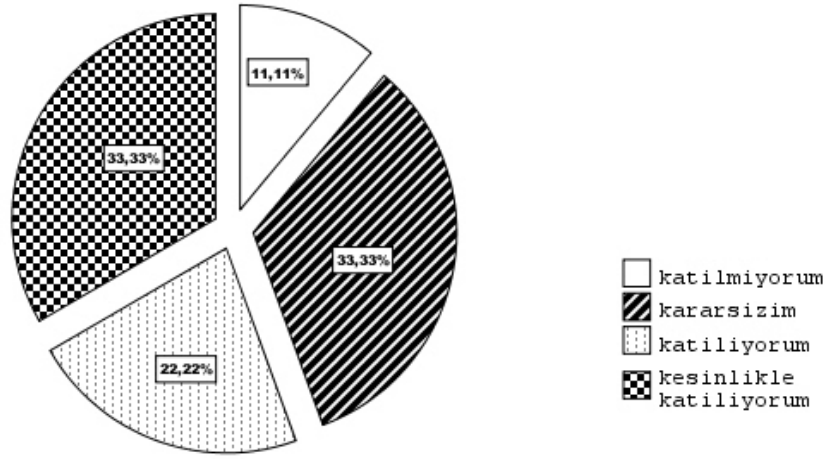
GIPS standartları karşılaştırma ölçütünün belirlenmesi, performans sunumunda karşılaştırma ölçütünün kullanılması ve firmanın performans sunumunda kullandığı karşılaştırma ölçütünü değiştirmesi durumunda bu değişikliğin nedenleri ve değişiklik tarihi açıklamasını düzenlemiştir. Eğer herkes tarafından kabul edilen bir karşılaştırma ölçütü veya çeşitli karşılaştırma ölçütlerinden oluşan bir bileşim kullanıldıysa firmanın karşılaştırma ölçütünü nasıl belirlediğini ve yeniden dengeleme sürecini açıklamasına ilişkin Şekil 4.29 da görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin % 55,56’ sının kesinlikle katıldıkları, %33,33’ ünün katıldıkları ve %11,11’ inin kararsız oldukları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalama 4,44 kritik değerden büyük olduğu için firmaların bu zorunluluğa uyum sağladıkları söylenebilmektedir.



Şekil 4.30 “Portföy yönetim hizmet kalitesini tanımlayan finansal ölçüm sonuçlarının belli aralıklarla kamuya açıklanması açıklanmaması durumuna göre rekabet üstünlüğü sağlar” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,50	1,47

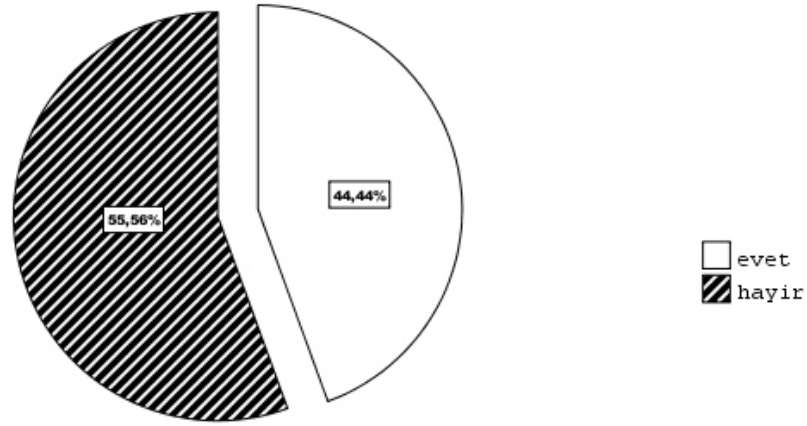
Kamunun doğru olarak bilgilendirilmesi açısından performans sunumunu belirli aralıklarla açıklayan firmaların aynı hizmeti sunan Ancak, kamuyu bilgilendirmeyenlere göre rekabet açısından üstünlüğü olacağına ilişkin şekil 4.30 da görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %38,89’ unun kesinlikle katıldıkları, %11,11’ inin katıldıkları, %22,22’sinin kararsız olduğu, %16,67’ sinin katılmadığı ve %11,11’ inin hiç katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalamanın az farkla da olsa kritik değerin üzerinde olması bu zorunlulukla ilgili olarak olumlu yorum ve uyumun sağlandığı sonucunu doğrulamaktadır.



Şekil 4.31 “Firmanın büyüklüğü, yapısı, toplam varlıkları ve ürün arzıyla birlikte hukuksal, mevzuata ilişkin konularında göz önünde bulundurulduğu firm-wide esasına dayandırılarak firmanın tanımı yapılmalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	2	5	3,78	1,06

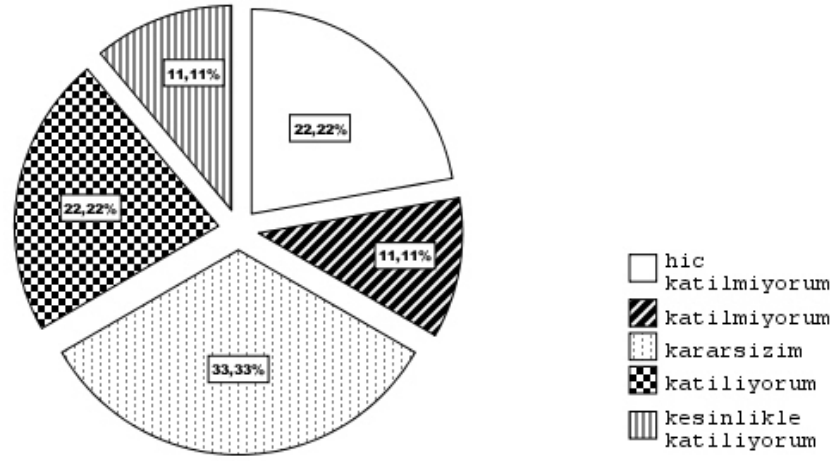
Firma tanımının gerektiği gibi yapılması çok önemlidir. Ne gerektiğinden daha geniş ne de dar tanımlanmamalıdır. Buna ilişkin gözlem birimlerimizin şekil 4.31 de görüldüğü gibi %33,33' ünün kesinlikle katıldıkları, %22,22' sinin katıldıkları, %33,33' ünün kararsız oldukları ve %11,11'inin katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalama 3,78' in kritik değerden büyük olması bu zorunluluğa uyum sağlandığını göstermektedir.



Şekil 4.32 Portföy yönetim firmalarının portföyün ilgili portföy grubuna dahil edilmesindeki firma stratejisi ile portföy gruplarının geçmiş performanslarına ilişkin bilgileri açıklayıp açıklamadığına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,56	0,51

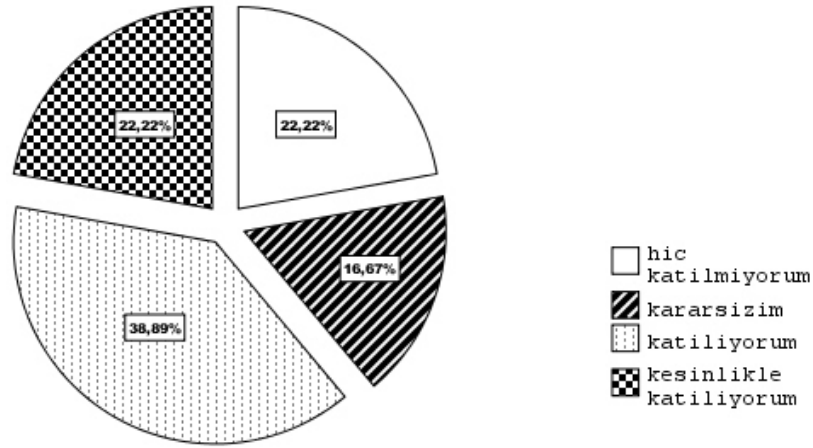
Portföy yönetim firmalarının kontrolleri altında yönettikleri portföyleri hangi portföy grubuna hangi strateji gereği alındığı açıklamasının ve portföy gruplarının geçmiş performanslarının kamuyu bilgilendirmek için açıklanmasına ilişkin Şekil 4.32 de görüldüğü gibi, gözlem birimlerimiz %55,56' sının açıkladıkları, %44,44' ünün açıklamadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.33 “Firma tarafından portföye ilişkin minimum varlık seviyesi (asgari portföy büyüklüğü) belirlendikten sonra, herhangi bir portföy grubunda içerilmeyen minimum varlık seviyesi altındaki portföyleri firma açıklamalıdır. Firmalar minimum varlık seviyesindeki herhangi bir değişikliği de açıklamalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	2,89	1,32

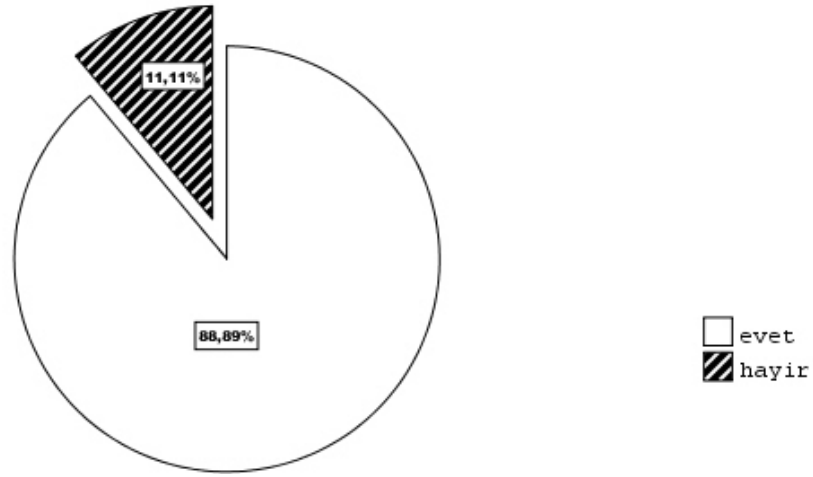
Portföy yönetim firmaları asgari portföy büyüklüğünü belirledikten sonra bu limitin altında kalan ve herhangi bir portföy grubuna dahil edilmeyen portföylerin açıklanmasına ilişkin Şekil 4.33 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %11,11’ inin kesinlikle katıldıkları, %22,22’ sinin katıldıkları, %33,33’ ünün kararsız olduğu, %11,11’ inin katılmadıkları, %22,22’ sinin hiç katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalama değer 2,89 kritik değerinin altında kaldığı için genel olarak yorumumuz olumsuz olacaktır ve bu zorunluluğa uyum sağlanamadığı doğrulanmıştır.



Şekil 4.34 “Firmalar, kaldıraç veya türev ürünlerin kullanılıp kullanılmadığını, kullanım sıklığını ve kapsamını açıklamalıdır. Bu açıklamalar riski tanımlama araçlarının nasıl kullanıldığını, kullanım sıklığını ve özelliklerini de içermelidir.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,39	1,46

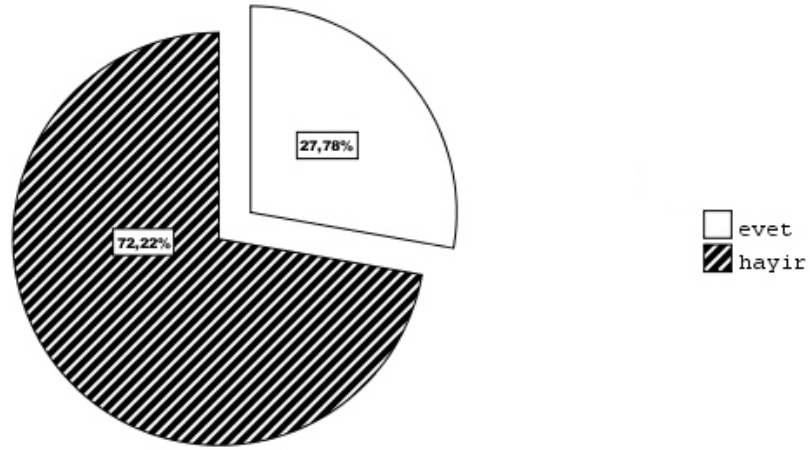
Portföy yönetim firmaları kaldıraç kullanılan portföyleri yatırım stratejilerine göre aynı veya farklı portföy gruplarında değerlendirdiklerini ve Eğer müşteriye fiyat hareketlerinden korumak için vadeli sözleşme gibi türev ürünler kullanıldıysa kullanılma sıklıklarıyla birlikte açıklamasını yapmalıdırlar. Buna ilişkin Şekil 4.34 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %22,22’ sinin kesinlikle katıldıkları, %38,89’ unun katıldıkları, %16,67’ sinin kararsız oldukları ve %22,22’ sinin hiç katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalama değer 3,39 ile kritik değerın altında olduğu için verilen cevaplar olumsuz olarak yorumlanacaktır. Yani bu zorunluluğa uyum gerçekleşmemiştir.



Şekil 4.35 Portföy yönetim firmalarının performans sonuçlarının yatırım yönetimi ücretine göre net veya brüt üzerinden mi hesaplandığını ve firmanın ücret cetvelinin açıklanıp açıklanmadığına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,11	0,32

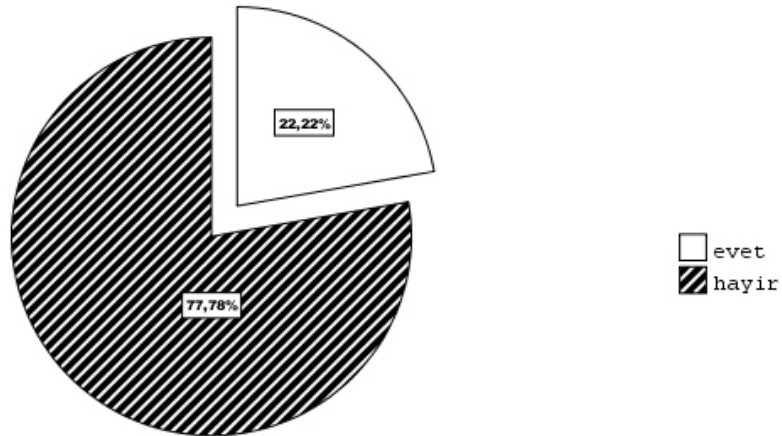
Portföy yönetim firmalarının performans sonuçlarının yatırım yönetimi ücretine göre net veya brüt üzerinden mi hesapladıkları ve firmanın ücret cetvelini açıklamaları konusuna ilişkin Şekil 4.35 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %88,89' nun gerekli açıklamayı yaptıkları ve %11,11' nin açıklama yapmadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.36 Portföy yönetim firmalarının karşılaştırma ölçütü ve portföy grupları arasında ve portföy grubunda içerilen portföyler arasında kullanılan döviz kurlarındaki tutarsızlıkları tanımlayarak açıklayıp açıklamadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,72	0,46

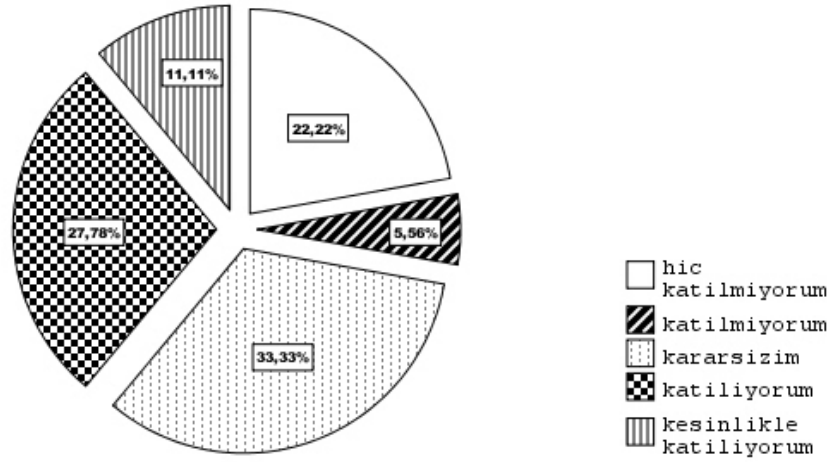
Portföy yönetim firmalarının söz konusu olan döviz kurlarını açıklamaları ve Eğer farklı döviz kurları kullanılıyorsa bunun açıklanmasına ilişkin tutumları Şekil 4.36 da görüldüğü gibi gözlem birimlerimiz %72,22' sinin açıkladıkları ve %27,78' inin açıklamadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.37 Portföy yönetim firmalarının GIPS zorunluluklarıyla yerel yasa ve düzenlemeler arasında uyumsuzluk varsa bu gerçeği ve GIPS standartları ile yerel düzenlemeler ve yasalarla uyuşmamasına neden olan tutumları açıklayıp açıklamadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,78	0,43

Portföy yönetim firmalarının GIPS zorunluluklarıyla yerel yasa ve düzenlemeler arasında uyumsuzluk varsa bu gerçeği ve GIPS standartları ile yerel düzenlemeler ve yasalarla uyuşmamasına neden olan tutumları açıklamalarına ilişkin Şekil 4.37 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %77,78' inin açıkladıkları ve % 22,22' sinin açıklamadıkları sonucuna varılmıştır.

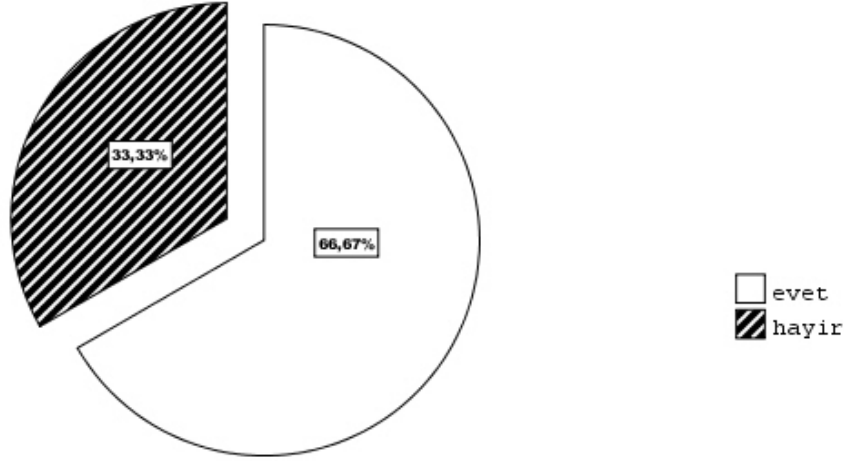


Şekil 4.38 “GIPS standartlarıyla uyumsuz olarak 1 Ocak 2000 den önceki dönemler için performans sunumu söz konusuysa, firmalar GIPS’ e uyumsuz dönemleri ve GIPS standartlarına uyumsuz sunumun nasıl yapıldığını açıklamalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,00	1,33

GIPS standartları gereği firmanın uyum sağlamasından önceki dönemlerine ilişkin performans sunumu yapması halinde sunumu nasıl yaptığını ve hangi dönemlerinin uyumsuz olduğunu açıklanmasına ilişkin gözlem birimlerimizden Şekil 4.38 de görüldüğü gibi %11,11' inin kesinlikle katıldıkları, %27,78' inin

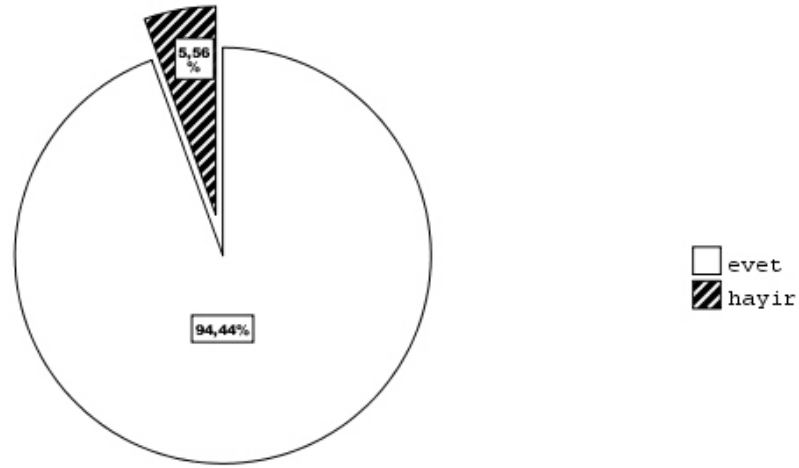
katıldıkları, %33,33' ünün kararsız olduğu, 55,56' sının katılmadığı ve %22,22' sinin hiç katılmadığı sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre ortalama değer 3 kritik değerın altında olduğu için cevapların olumsuz yorumlanacağı ve bu zorunluluğa uyum sağlanmadığı sonucu doğrulanmıştır.



Şekil 4.39 Portföy yönetim firmalarının yatırım yönetim kontrolündeki portföy grubu paket ücretli portföylerden oluşuyorsa, paket ücrete dahil olan ücretleri detaylı olarak açıklayıp açıklamadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,33	0,49

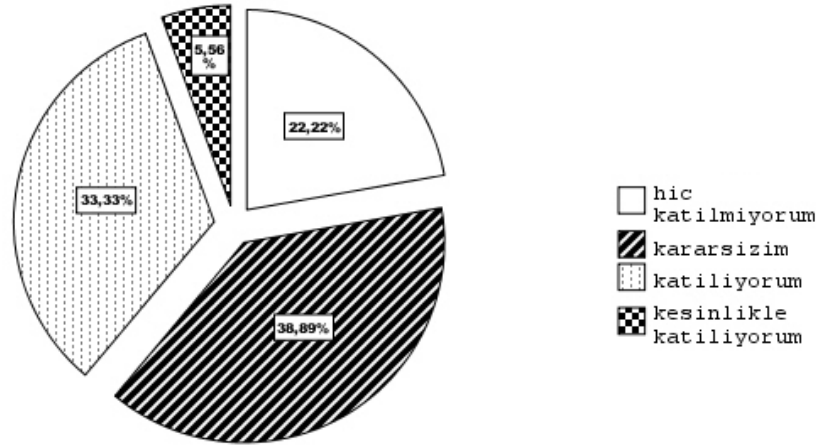
Portföy yönetim firmalarının yatırım yönetim kontrolündeki portföy grubu paket ücretli portföylerden oluşuyorsa, paket ücrete dahil olan ücretleri detaylı olarak açıklamalarına ilişkin Şekil 4.39 da görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin %67,67' sinin açıklamadıkları ve %33,33' ünün açıkladıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.40 Portföy yönetim firmalarının getirinin hesaplanması ve raporlanmasına ilişkin politikalarını istenildiği anda ilave bilgi olarak açıklayabilip açıklayamadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

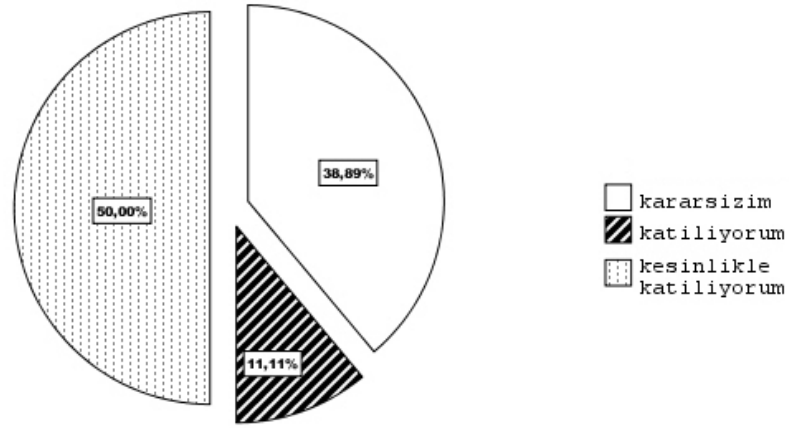
Kamunun tam ve doğru olarak aydınlatılması esasında Şekil 4.40 da görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin %94,44' ünün bilgiyi istendiği an açıklayabildikleri ve % 5,56' sının açıklayamadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.41 “Firmalar portföy grupları tanımlamalarını ve firma tanımının yeniden yapılması halinde, tanımlamanın neden yeniden yapıldığı ve tarihi açıklanmalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	5	3,00	1,24

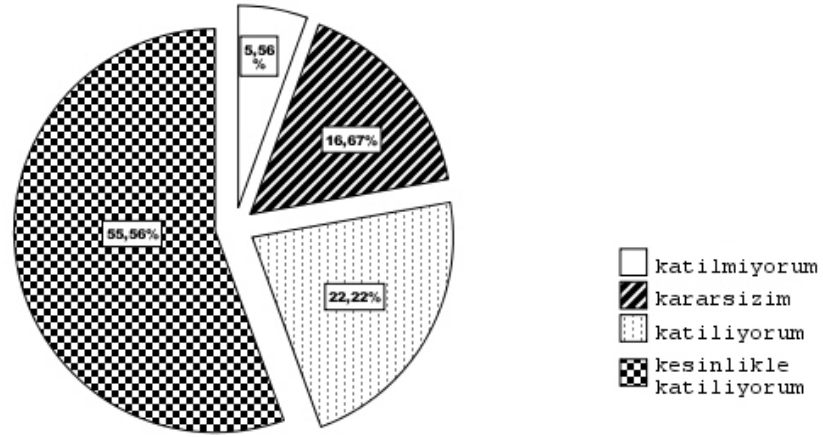
Gözlem birimlerimizin Şekil 4.41 de görüldüğü gibi Eğer firmanın yeniden tanımlanmasını gerektiren bir durum olması halinde bu yeni tanımı ve tarihini ayrıca nedeninin açıklanmasına %5,56’ sının kesinlikle katıldıkları , %33,33’ nün katıldıkları, %38,89’ unun kararsız olduğu ve %22,22’ sinin kesinlikle katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalama 3 kritik değerden küçüktür o halde verilen cevaplara yapılacak yorum olumsuzdur ve bu zorunluluğa uyulmadığı sonucu çıkmaktadır.



Şekil 4.42 “Firma yönetimi altındaki portföy gruplarını yeniden tanımlarsa, firma değişikliğinin içeriğini ve tarihini açıklamalıdır. Portföy gruplarında geriye dönük değişiklik yapılmasına izin verilmez.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	3	5	4,11	0,96

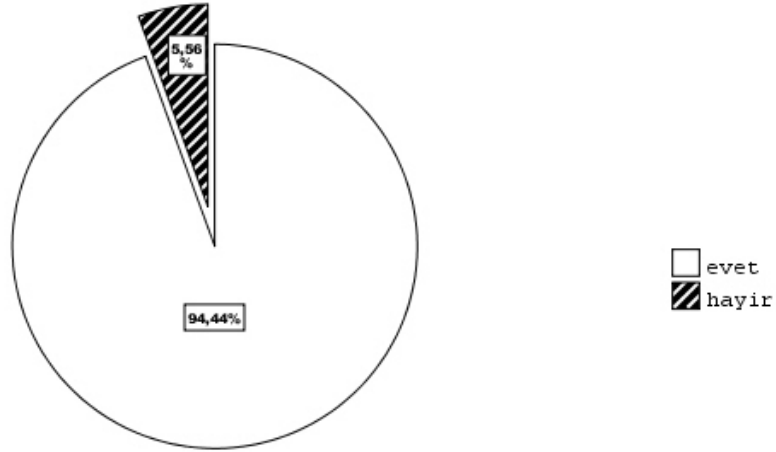
Portföy grupları bir kez oluşturulduktan sonra geriye dönük değişikliklerin yapılmaması ve yeniden portföy gruplarının tanımlanması halinde değişikliğin tarihi ve nedeninin bunun kamuya açıklanması zorunluluğuna gözlem birimlerimizin %50’ sinin kesinlikle katıldıkları, %11,11’ inin katıldıkları ve %38,89’ unun kararsız oldukları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre, ortalama 4,11 kritik değerden büyük olduğu için verilen cevaplara olumlu yorum yapılarak, gözlem birimlerinin bu zorunluluğa uydukları doğrulanmıştır.



Şekil 4.43 “Firma, portföy grubunun adında bir değişiklik olduysa bunu açıklamalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	2	5	4,28	0,96

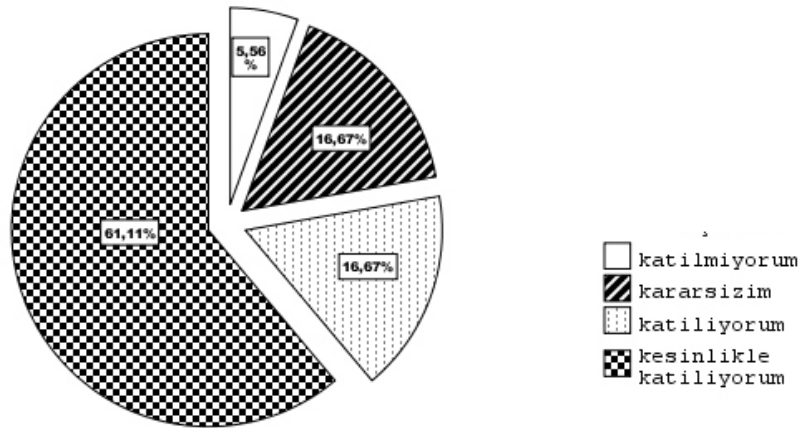
Şekil 4.43 de görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin % 55,56’ sının portföy grubunda bir değişiklik gerçekleşirse kamunun bu konuya ilişkin bilgilendirilmesine kesinlikle katıldıkları, %22,22’ sinin katıldıkları, %16,67’ sinin kararsız oldukları ve %5,56’ sının katılmadıkları tespit edilmiştir. Likert ölçeğine göre, ortalama 4,28 kritik değerden büyük olduğu için cevaplara yorum olumludur ve bu zorunluluğa uyum sağlandığı doğrulanmıştır.



Şekil 4.44 Portföy yönetim firmalarının portföy grubu oluşturulduğu tarihi açıklayıp açıklamadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

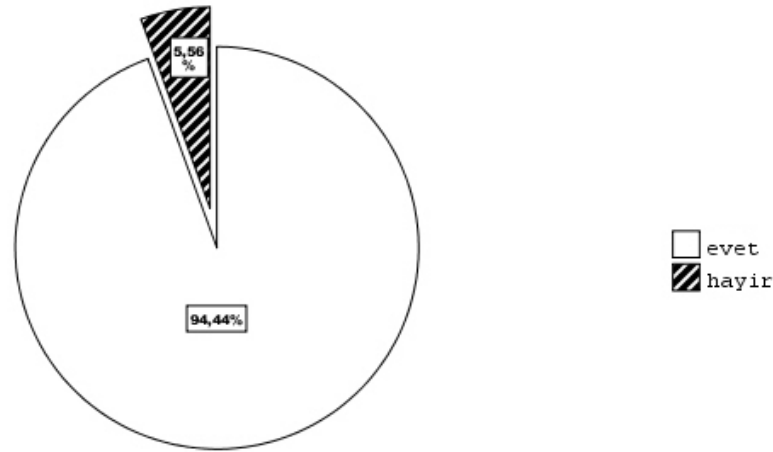
Portföy yönetim firmalarının portföy gruplarını oluşturdukları tarihi açıklamasına ilişkin Şekil 4.44 de görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin % 94,44' ünün açıkladıkları ve %5,56' sının açıklamadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.45 Portföy yönetim firmalarının performans ölçüm işlemlerinin ve yöntemlerinin bağımsız üçüncü taraf olarak yeniden gözden geçirilmesine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	2	5	4,33	0,97

GIPS standartları doğru ve adil bir sunumun gerçekleştirilmesindeki en önemli adımlardan birisi olarak firmaların 3 bağımsız bir taraf ile denetlenmesini kuvvetle teşvik etmektedir. Gözlem birimlerimizin bu konunun önemine Şekil 4.45 de görüldüğü gibi, %61,11' inin kesinlikle katıldıkları, %16,67' sinin katıldıkları, %16,67' sinin kararsız ve %5,56' sının katılmadıkları sonucuna varılmıştır. Likert ölçeğine göre ortalama 4,33 kritik değerden büyük olduğu için cevaplara olumlu yorum yapılarak bu öneriye uyum sağlandığı sonucuna varılmıştır.

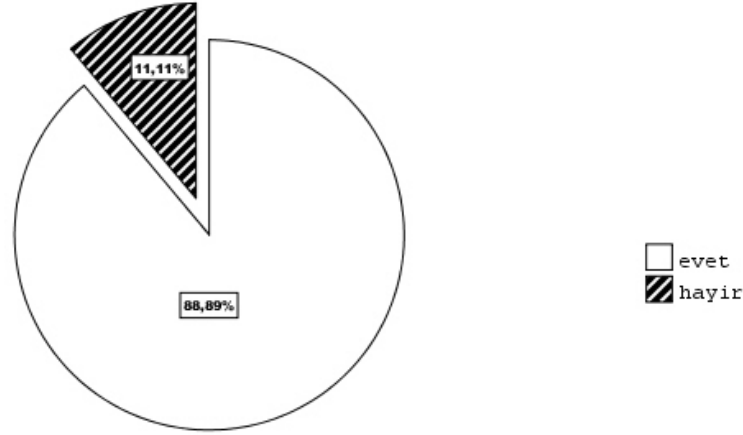


Şekil 4.46 Portföy yönetim firmalarının kendileri hakkında yeterli bilgiyi sağlayacak firma yatırım performans raporlarından örnekleri ve firmayla ilgili diğer bazı bilgileri denetçiye verip vermediklerine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

Portföy yönetim firmalarının bağımsız denetimin gerekli olduğuna karar vermelerinin ardından bu konuya özen göstermeleri gerekmektedir. Denetimin gerektiği şekilde yapılabilmesini sağlamak için firmaların kendileri hakkında

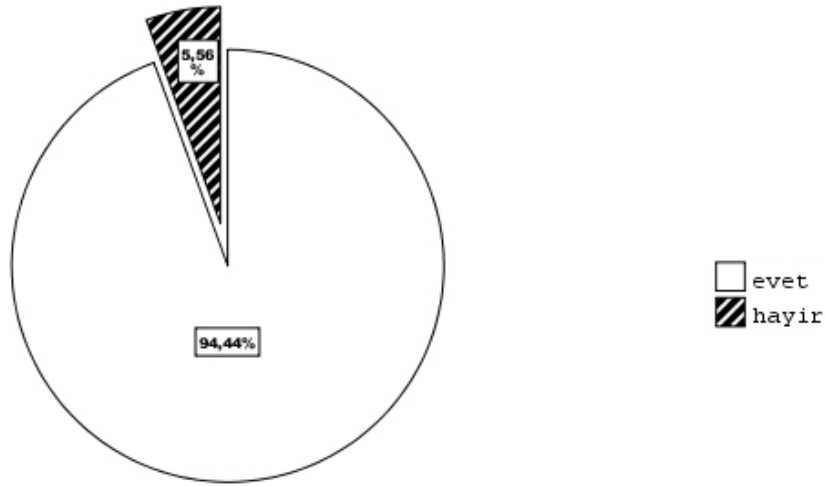
yeterli bilgiyi sağlayacak firma yatırım performans raporlarından örnekleri ve firmayla ilgili diğer bazı bilgileri denetçiye vermelerine ilişkin Şekil 4.46 da görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin %94,44' bunu gerçekleştirdikleri ve %5,56' sının gerçekleştirmedikleri sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.47 Portföy yönetim firmaları açısından bağımsız 3.taraf denetçilerin, GIPS standartlarının tavsiyelerini ve zorunluluklarının tamamını biliyor olması ve herhangi bir güncelleştirme içeriğini, raporları, hesap özetlerini, yorumları ve GIPS elkitabı gibi yardımcı olacak materyalleri çok iyi anlamış olmasının önemli olup olmadığına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,11	0,32

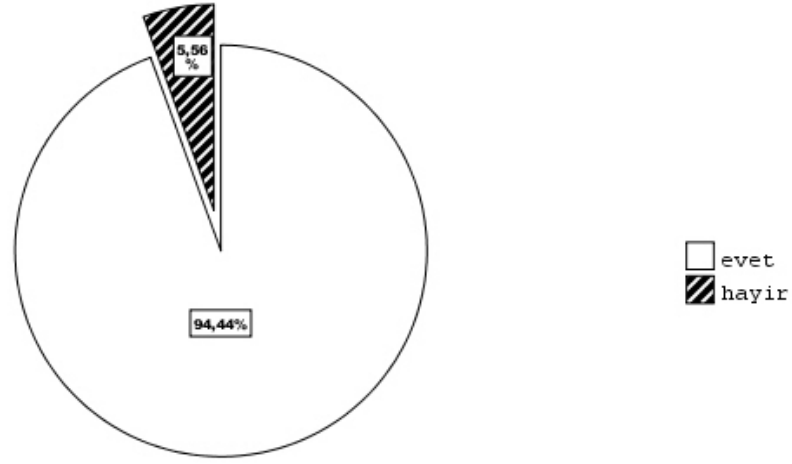
Portföy yönetim firmalarını denetleme talebinde bulunan 3. taraf bağımsız firmaların GIPS standartları hakkında yeterli bilgiye sahip olmaları çok önemlidir. Şekil 4.47 den görüldüğü gibi, gözlem birimlerimiz %88,89' nun önemli olduğunu bildirmiş ve %11,11' inin önemli olmadığını bildirmiştir.



Şekil 4.48 Bağımsız denetim, portföy yönetim firmalarına bağımsız bir grubun firmanın performans ölçüm usullerini gözden geçirmesinin rahatlığını vermesine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

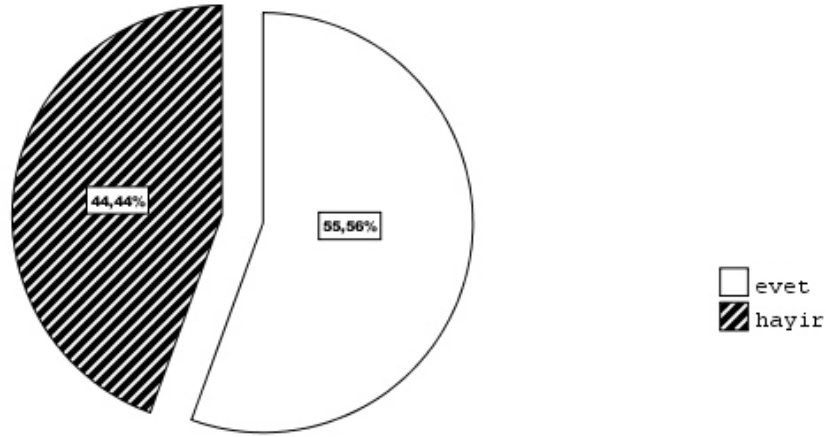
Bağımsız gerçekleştirilen bir denetim firmanın tercih ettiği ve GIPS standartlarının öneri ve zorunluluklarıyla bağdaştırdığı performans ölçüm usullerini tekrar gözden geçilmesini kolaylaştırmaktadır. Buna ilişkin gözlem birimlerimizin şekil 4.48 de görüldüğü gibi %94,44 gibi yüksek bir oranda bu görüşü doğru buldukları ve 55,56' sının doğru bulmadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.49 Bağımsız denetimin finans piyasalarında artan oranda kabul görmesi ve bir portföy yönetim firmasının satış ve pazarlama çabalarına katkıda bulunup bulunmadığına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

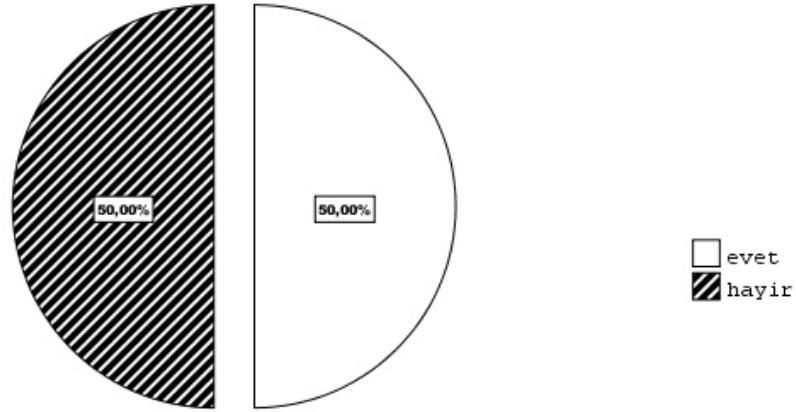
Şekil 4.49 da görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin %94,44 gibi yüksek bir oranla bağımsız denetimin finans piyasalarında her geçen gün daha fazla kabul gördüğü ve firmanın pazarlama ve satış çabalarına katkı sağladığı tartışmasızdır. %5,56' sı bu görüşe katılmamaktadır.



Şekil 4.50 Bağımsız denetimin portföy yönetim firmasının potansiyelinin, var olan müşterilerinin ve davranışlarının neye ihtiyaç duyduğunun değerlendirilmesini sağlamasına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,44	0,51

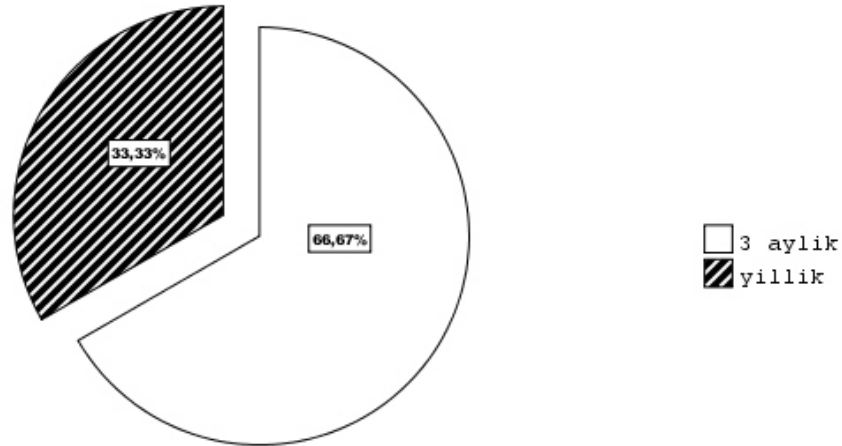
Firmanın var olan müşterilerinin ve yatırım danışmanlarının neye ihtiyaç duyduğunun değerlendirilmesi, firmanın denetiminin piyasada rekabet kapasitesini artırmasına katkıda bulunup bulunmayacağına karar vermesine yardım edebileceğine Şekil 4.50 de görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin %55,56' sının katıldığı ve %44,44' ünün katılmadığı sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.51 Bağımsız denetimin, portföy yönetim firmasının piyasada rekabet kapasitesini artırmasına katkıda bulunup bulunmayacağına karar vermesinde yardım edip edemeyeceğine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,50	0,51

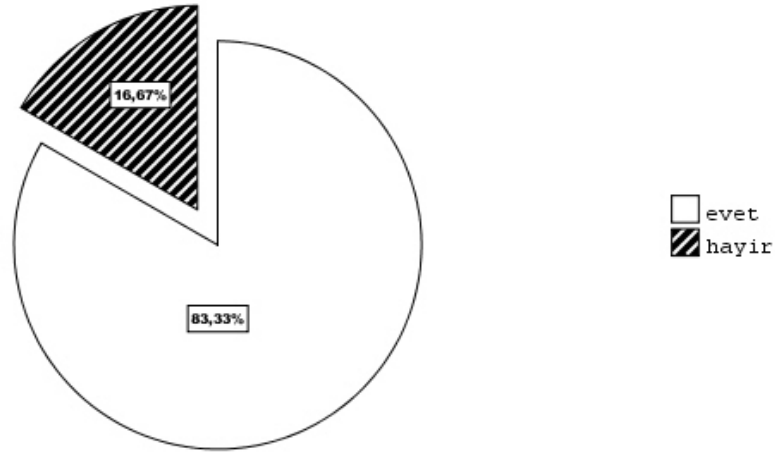
Gözlem birimlerimizin Şekil 4.51 de görüldüğü gibi, %50' sinin bağımsız denetimin finans piyasalarında rekabet kapasitelerini artıracığı %50' sinin ise artırmayacağına ilişkin görüşü paylaştıkları belirlenmiştir.



Şekil 4.52 portföy yönetim firmalarının GIPS standartlarına uyum için düşündüğü portföy denetim sıklığına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	2	3	2,33	0,49

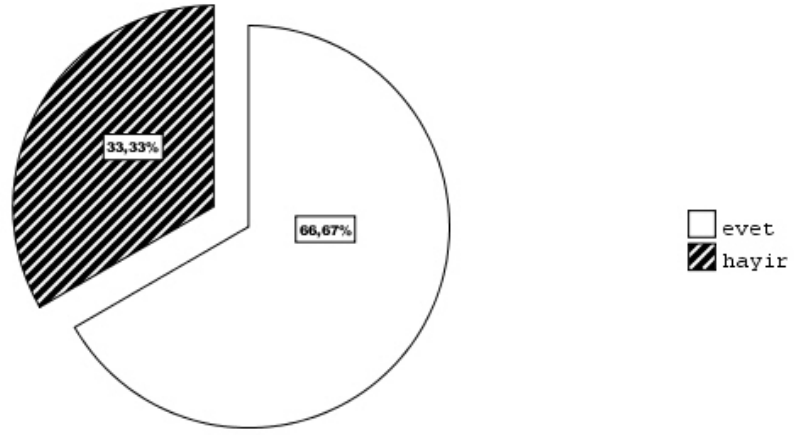
GIPS standartları firmaların asgari 3' er aylık performans dönemleri ve yılsonunda olmak üzere 4 kez bağımsız denetimden geçerek performans sonuçlarının kamuya ilan edilmesini zorunluluk olarak düzenlemiştir. Şekil 4.52 den görüleceği gibi, gözlem birimlerimiz portföy denetim sıklığını %66,67' sinin 3 aylık ve %33,33' ünün yıllık olduğunu belirtmişlerdir.



Şekil 4.53 Portföy yönetim firmalarının gerçekleşmiş veya gerçekleşmemiş kâr ve zararı ve geliri içeren toplam getiriye kullanıp kullanmadıklarına ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,17	0,38

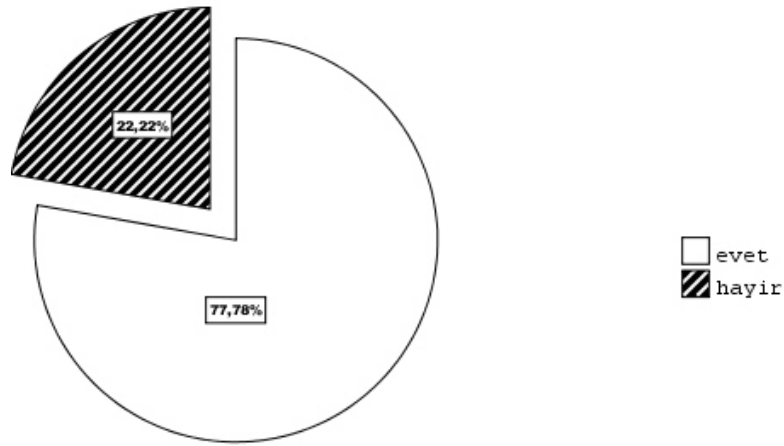
Şekil 4.53 de görüldüğü gibi gözlem birimlerimizin gerçekleşmiş veya gerçekleşmemiş kâr ve zararı ve geliri içeren toplam getiriye %83,33' ünün kullandıkları % 16,67' sinin kullanmadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.54 Portföy yönetim firmalarının getiri oranı hesaplanmasında zaman ağırlıklı getiri oranını kullanmayı tercih edip etmediklerine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,33	0,49

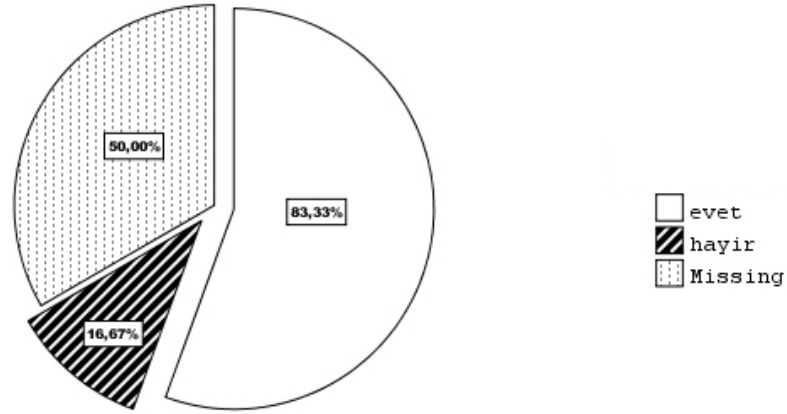
GIPS standartları nakit giriş/çıkışların etkisini ortadan kaldırmak amacıyla portföy yönetim firmalarının getiri oranının hesaplanmasında ZAGO yöntemini tercih etmelerini belirtmiştir. Şekil 4.54 de görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin %66,67' sinin bu yöntemi kullandıkları ve %33,33' ünün kullanmadıkları sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.55 GIPS standartlarının “Getiri oranı hesaplanırken, zaman ağırlıklı getiri oranı ile düzeltilmiş olan dış nakit akışları kullanılmalıdır. Periyodik getiriler geometrik olarak birleştirilmelidir. Dış nakit akışları firmanın portföy grubuna ilişkin özel politikası ve belgelendirme işlemi ile tutarlı biçimde işlem görmelidir.” zorunluluğuna göre, başlangıcı 1 Ocak 2005 dönemi için, firmalar günlük olarak ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarını düzeltmek için tahmini getiri oranlarını kullanmasına ilişkin portföy yönetici görüşlerinin dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,22	0,43

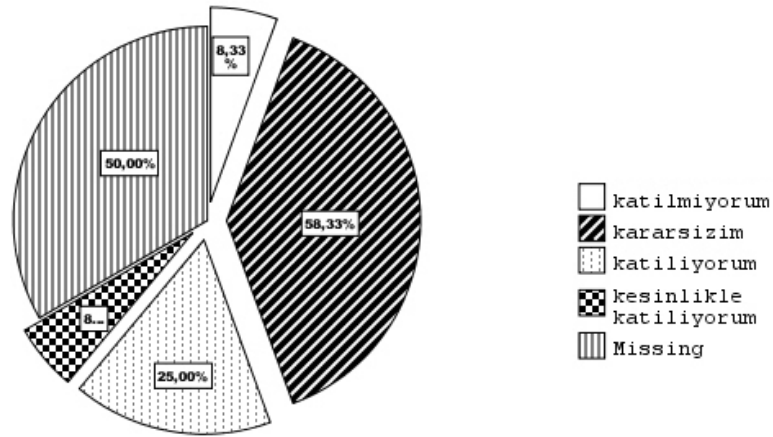
GIPS standartlarının getiri oranı hesaplanırken uyacakları zorunluluk esas alınarak 1 Ocak 2005 dönemi için gözlem birimlerimizin Şekil 4.55 de görüldüğü gibi, %77,78’ inin günlük olarak ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarını düzeltmek için tahmini getiri oranlarını kullandıkları ve %22,22’ sinin kullanmadıkları tespit edilmiştir.



Şekil 4.56 GIPS standartlarının “Getiri oranı hesaplanırken, zaman ağırlıklı getiri oranı ile düzeltilmiş olan dış nakit akışları kullanılmalıdır. Periyodik getiriler geometrik olarak birleştirilmelidir. Dış nakit akışları firmanın portföy grubuna ilişkin özel politikası ve belgelendirme işlemi ile tutarlı biçimde işlem görmelidir.” zorunluluğuna göre, başlangıcı 1 Ocak 2010 dönemi için firmaların portföylerini kayda değer dış nakit akışlarının gerçekleştiği tarihinde değerlendirmesine ilişkin portföy yönetici görüşlerinin dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	12	1	2	1,17	0,39

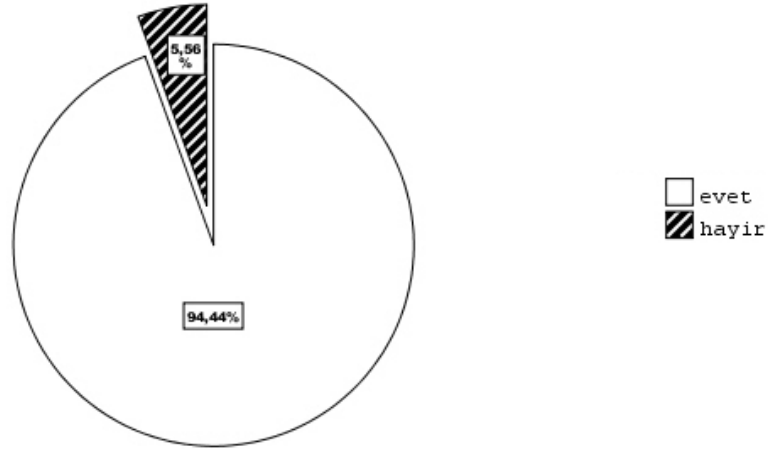
GIPS standartlarının getiri oranı hesaplanırken uyacakları zorunluluk esas alınarak 1 Ocak 2010 dönemi için gözlem birimlerimizin Şekil 4.56 da görüldüğü gibi, %83,33’ ünün portföylerini kayda değer dış nakit akışlarının gerçekleştiği tarihinde değerlendirdikleri ve %16,67’ sinin değerlendirmedikleri tespit edilmiştir.



Şekil 4.57 “Portföy grubu getirileri, dış nakit akışı ve dönem başı değerinin her ikisini de yansıtan bir metot ile veya her bir portföyün getirisinin dönem başı değerleri kullanılarak ağırlıklandırılması hesaplanmalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	12	2	5	3,33	0,78

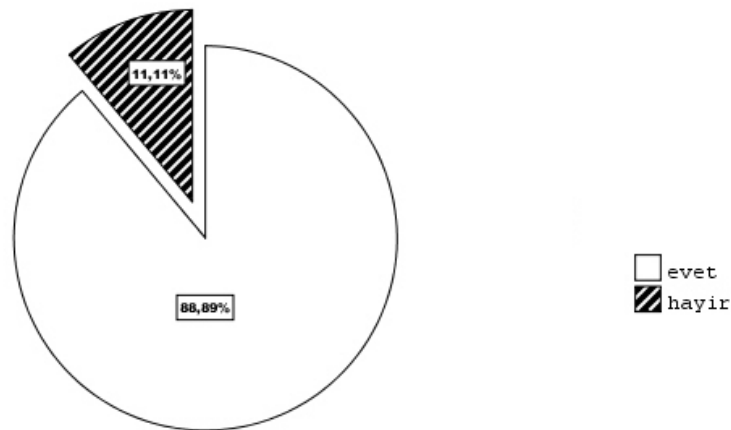
Gözlem birimlerimizin Şekil 4.57 de görüldüğü gibi portföy grubu getirileri, dış nakit akışı ve dönem başı değerinin her ikisini de yansıtan bir metot ile veya her bir portföyün getirisinin dönem başı değerleri kullanılarak ağırlıklandırılması hesaplanmalıdır görüşüne %8’inin kesinlikle katıldığı, %25’inin katıldığı, %58,33’ ünün kararsız olduğu ve %8,33’ ünün katılmadığı tespit edilmiştir. Likert ölçeğine göre, ortalama değer 3,33 kritik değerinin altında kaldığı için verilen cevaplara olumsuz yorum yapılarak bu zorunluluğa gözlem birimlerimizin uymadığı sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.58 Portföy yönetim firmalarının nakit ve nakde eşit varlıklardan oluşturulan portföylerden elde edilen getirileri toplam getiriyi hesaplarken dahil edip etmediklerine ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

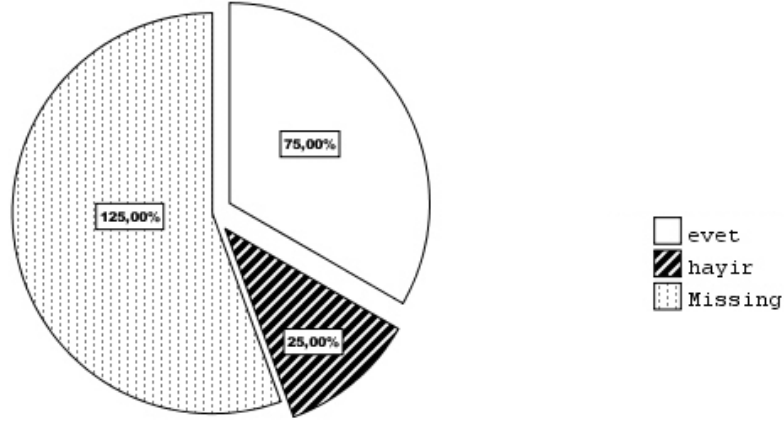
Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	18	1	2	1,06	0,24

Şekil 4.58 de görüldüğü gibi, gözlem birimlerimizin nakit ve nakde eşit varlıklardan oluşturulan portföylerden elde edilen getirileri %94,44' ünün toplam getiriyi hesaplarken dahil ettikleri ve %5,56'sının etmedikleri sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.59 “1 Ocak 2006 sonraki dönemler için, portföy yönetim firmaları portföy grubu getirilerini en az 3 aylık dönemler itibariyle her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesaplamalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Gözlem birimlerimizin Şekil 4.59 da görüldüğü gibi, %88,89' unun 1 Ocak 2006 sonraki dönemler için, portföy grubu getirilerini en az 3 aylık dönemler itibariyle her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesapladıkları ve %11,11' inin hesaplamadıkları tespit edilmiştir.



Şekil 4.60 “1 Ocak 2010 dan sonraki dönemler için, portföy grubu getirileri en az aylık dönemler itibariyle her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesaplanmalıdır.” şeklindeki zorunluluğa ilişkin portföy yönetici görüşleri dağılımı

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart sapma
	8	1	2	1,25	0,46

Gözlem birimlerimizin şekil 4.60 da görüldüğü gibi %75'inin 1 Ocak 2010 dan sonraki dönemler için, portföy grubu getirileri en az aylık dönemler itibariyle her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesapladıkları ve %25' inin hesaplamadıkları sonucuna varılmıştır.

Anket çalışmamızda düzenlediğimiz sorular tablo 8’ de GIPS standartları zorunluluklarına uyumun araştırılması amacıyla 6 başlık altında toplanarak sorulmuştur.

Tablo 8: Anket formunda gruplara göre oluşturulan sorular tablosu

Veri Girişi	Portföy Gruplarının oluşturulması	Sunum ve Raporlama	Kamuyu Aydınlatma	Denetleme	Hesaplama Metodolojisi
6	13	22	33	48	53
7	14	23	34	49	54
8	15	24	35	50	55
9	16	25	36	51	56
10	17	26	37	52	57
11	18	27	38		58
12	19	28	39		
	20	29	40		
	21	30	41		
		31	42		
		32	43		
			44		
			45		
			46		
			47		

Anketimize dönüt alabildiğimiz 18 gözlem birimimizin bu sorulara verdiği cevaplarda gruplar arasında istatistiksel bakımdan bir fark var mıdır? Eğer bir fark varsa farklılığı yaratan grup, ya da gruplar hangisidir? Bunu araştırmak için çalışmamızda 2 den fazla grubu karşılaştırmak istediğimiz için one way anova (tek yönlü varyans analizi) kullanılmıştır. SPSS programına aktarılan verilerden gerçekleştirilen analizin sonuçlarını yorumlayabilmek için öncelikle aşağıdaki hipotezlerimiz kurulmuştur.

H_0 = Gözlem birimlerimizin verdiği cevaplar arasında gruplar bakımından istatistiksel bakımdan anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Gözlem birimlerimizin verdiği cevaplar arasında gruplar bakımından verilen cevaplar arasında fark vardır ve bu fark istatistiksel bakımdan anlamlıdır.

Tablo 9: Varyans analizi tablosu

ANOVA					
	Sum of Squares (Genel kareler toplamı)	Df (Serbestlik derecesi)	Mean Square (Genel kareler ortalaması)	F	Sigma (Hesaplanan istatistiksel değer)
Between Groups (Gruplar arası)	300,13	5	60,03	32,88	0,00
Within Groups (Gruplar içi)	1834,50	1005	1,83		
Toplam	2134,63	1010			

Tablo 8 de gruplar arası genel kareler toplamı 300,13, gruplar arası serbestlik derecesi 5, gruplar arası genel kareler ortalaması 60,03'dür. Gruplar içi genel kareler toplamı 1834,50, gruplar içi serbestlik derecesi 1005, gruplar içi genel kareler ortalaması 1,83 bulunmuştur. Sonuç olarak gruplar arası hesaplanan istatistiksel değer (p değeri) 0,000 bulunmuştur. $\alpha=0.05$ 'e göre yani % 95 güven aralığında incelendiğinde, hesaplanan p değeri α değerimizden küçük olduğundan H_0 hipotezimiz ret edilecektir.

Buradan varacağımız sonuç, gruplar bakımından verilen cevaplar arasında fark vardır ve bu fark istatistiksel bakımdan anlamlıdır. Bu aşamada farkı yaratan grup, ya da grupları ortaya çıkarabilmek için, Tukey testi uygulanmış ve sonuçları yorumlanmıştır.

Tablo 10: Tukey HSD Testi Tablosu
Multiple Comparisons (Çoklu karşılaştırma)

Multiple Comparisons (Çoklu karşılaştırma)				
Dependent Variable (Bağımlı değişken): değişkenler				
Tukey HSD				
(I) gruplar	(J) gruplar	Mean Difference (ortalama farkı) (I-J)	Std. Error (Standart hata)	Sig. (Hesplanan istatistiksel değer)
Veri Girişi	portföy gruplarının oluşturulması	-0,30	0,16	0,45
	Sunum ve raporlama	-0,99	0,15	0,00
	Kamuyu aydınlatma	-0,35	0,15	0,15
	Denetleme	0,41	0,16	0,13
	Hesaplama metodolojisi	0,75	0,17	0,00
Portföy Gruplarının Olusturulması	Veri girişi	0,30	0,16	0,45
	Sunum ve raporlama	-0,70	0,14	0,00
	Kamuyu aydınlatma	-0,06	0,14	1,00
	Denetleme	0,70	0,16	0,00
	Hesaplama metodolojisi	1,05	0,16	0,00
Sunum ve Raporlama	Veri girişi	0,99	0,15	0,00
	Portföy gruplarının oluşturulması	0,70	0,14	0,00
	Kamuyu aydınlatma	0,64	0,13	0,00
	Denetleme	1,40	0,15	0,00
	Hesaplama metodolojisi	1,74	0,16	0,00
Kamuyu Aydınlatma	Veri girişi	0,35	0,15	0,15
	Portföy gruplarının olusturulması	0,06	0,14	1,00
	sunum ve raporlama	-0,64	0,13	0,00
	denetleme	0,76	0,14	0,00
	hesaplama medolojisi	1,10	0,15	0,00
Denetleme	Veri girişi	-0,41	0,16	0,13
	Portföy gruplarının oluşturulması	-0,70	0,16	0,00
	Sunum ve raporlama	-1,40	0,15	0,00
	Kamuyu aydınlatma	-0,76	0,14	0,00
	Hesaplama metodolojisi	0,34	0,17	0,31
Hesaplama metodolojisi	Veri girişi	-0,75	0,17	0,00
	Portföy gruplarının oluşturulması	-1,05	0,16	0,00
	Sunum ve raporlama	-1,74	0,16	0,00
	Kamuyu aydınlatma	-1,10	0,15	0,00
	Denetleme	-0,34	0,17	0,31
*	Ortalama fark, .05 seviyesinde önemlidir			

Tukey HSD testi ile belirlediğimiz 6 grubu kendi içinde karşılaştırırken her biri için ayrı ayrı hipotezler oluşturulabilir, ya da genel olarak bir tek hipotezle sonuca varılabilmektedir. Amacımıza hizmet etmesi bakımından,

H_0 = Gözlem birimlerimizin tanımladığımız her bir grubun içindeki sorulara verilen yanıtlarla, diğer tanımlanan grupların içindeki sorulara verilen cevaplar arasında istatistiksel bakımdan anlamlı bir fark yoktur. Verilen yanıtlar istatistiksel bakımdan birbirine yakın ve eşittir. Araştırma hipotezimiz olan H_1 hipotezimizse bunun tam tersi şeklinde tanımlanmıştır.

H_1 = Gözlem birimlerimizin tanımladığımız grupların her birinin içindeki sorulara verilen cevaplarla, diğer tanımlanan gruplar içindeki sorulara verilen cevaplar istatistiksel bakımdan anlamlıdır. Verilen yanıtlar arasındaki farklar rasthallslıkla açıklanamayacak kadar çoktur, bu fark istatistiksel bakımdan anlamlıdır.

Tablo 9 da bu karşılaştırma görülmektedir. Sigma değerine bakarak hipotezlerimizi yorumlayabiliriz. Hesaplanan p değeri 0.45 bulunmuştur. $\alpha=0.05$ 'e göre yani % 95 güven aralığında incelendiğinde, P değeri α değerimizden büyük olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmektedir.

Sonuç olarak, gözlem birimlerimizin tanımladığımız grupların içindeki sorulara verdikleri cevaplarla, diğer tanımlanan grupların içindeki sorulara verilen cevaplar arasında istatistiksel bakımdan anlamlı bir fark yoktur. Verilen cevaplar istatistiksel bakımdan birbirine yakın ve eşittir. Burada tablo 9 da Sigma ile tanımlanan sütunumuzda 0.05'den büyük değerlerin olduğu satırlarda gruplar arasında istatistiksel bakımdan fark yoktur ve bold olarak işaretlenen 0.05 den küçük olan değerlerin bulunduğu satırlardaki gruplar arasında istatistiksel bakımdan fark vardır yorumu yapılabilir.

Tablo 11: Tukey Homojenlik Tablosu

Tukey HSD					
Gruplar	N	Altgrup için alpha = .05			
		1	2	3	4
Hesaplama metodolojisi	122	1,39			
Denetleme	144	1,74	1,74		
Veri girişi	126		2,14	2,14	
Portföy gruplarının oluşturulması	155			2,44	
Kamuyu aydınlatma	266			2,50	
Sunum ve raporlama	198				3,14
Sig.		0,22	0,08	0,19	1,00
Homojen altgruplarda gruplar için ortalamalar gösterilmiştir.					
a	Kullanılan harmonic ortalama örneklem büyüklüğü= 156,498.				
b	Grup örneklem hacimleri eşit değildir. Grup hacimlerinin harmonic ortalamaları kullanılmıştır.				

$\alpha = 0.05$ 'e göre tanımlanan 6 tane grubumuz kendi içinde Tukey testine göre tekrar gruplandırılmış ve tablo 10' daki 4 grup elde edilmiştir. Tablo 10' da koyu olarak işaretlenen 1, 3, 4 gruplarına göre aşağıdaki yorumlar yapılmıştır:

- Oluşturduğumuz hesaplama metodolojisi ve denetleme gruplarına gözlem birimlerinin verdiği cevaplar arasında istatistiksel bakımdan anlamlı bir fark yoktur.
- Veri girişi, Portföy gruplarının oluşturulması ve Kamuyu aydınlatma' ya gözlem birimlerinin verdiği cevaplar arasında istatistiksel bakımdan anlamlı bir fark yoktur.
- Sunum ve raporlama grubu diğer gruplardan en fazla farklılaşan gruptur, gözlem birimlerinin verdiği cevaplar bakımından bu gruba verilen cevaplar diğer gruplara göre istatistiksel bakımdan anlamlı bir fark taşımaktadır.

Çalışmamızda vardığımız ortak sonuç, Türkiye'deki portföy yönetim firmalarının GIPS standartlarının zorunluluklarına uyum sağladıklarıdır.

SONUÇ

Günümüzde alternatif finansal araçlar çeşitlenmiş, teknoloji ve küreselleşme geleneksel piyasa yapılarını yıkmış ve kıtalara yayılan sanal piyasa yapıları ortaya çıkmıştır. Ülke sınırlarının saydamlaştığı finans piyasalarında, yatırımcılar dünyanın her yerinden ve istedikleri an 24 saat menkul kıymet satın alabilmektedirler. Ayrıca, firmaların hisse senetlerini başka ülkelerde kote edebildikleri bir ortamda yatırımcıların dünyanın her hangi bir yerinde yatırım yapabilme imkânları ve istekleri finans piyasalarında mevcut olan düzenlemelerin bir şekilde standartlaştırılması gereğini ortaya çıkarmıştır. Diğer yandan, sınır ötesi yatırımların kolaylıkla gerçekleşerek artması, ve bunun sonucu olarak da bireysel yatırımcılara hizmet vermek üzere kolektif yatırım kuruluşlarının ve dolayısıyla, profesyonel portföy yöneticiliği faaliyetlerinin hız kazandığı günümüzde artan rekabetle birlikte yatırımcıyı haksız rekabetten korumaya yönelik önlemlerin alınması ve yatırım sektöründe yüksek etik ve profesyonel uluslar arası niteliklere sahip standartların geliştirilmesi gerekliliği de ortaya çıkmıştır. Ayrıca, yatırımcıların karar vermesini kolaylaştırmak ve rekabetin olumlu yönde etkileneceği uluslararası arenaya yatırımları taşımak amacıyla, geçmiş performansların açıklanmasında izlenmesi gereken standartların benimsenmesi ve benimsenen standartların evrensel olması ihtiyacı doğmaktadır.

Portföy yönetim firmalarının performanslarının tarihsel sunum ve performans hesaplamaları için ahlâki çatıyı oluşturan GIPS özellikle, çok büyük miktarların söz konusu olduğu emeklilik fonlarını yöneten portföy yöneticilerinin bu konudaki hassasiyeti gündeme getirmesi ile gündeme gelmiştir. AIMR tarafından belirlenen ve gönüllülük ilkesi üzerine kurulmuş olan GIPS, geçmiş performansın hesaplanmasından kamuya açıklanmasına kadar geçen süreçte uyulması gereken kurallardan oluşmaktadır. Bu standartlar, “veri tabanının oluşturulması”, “hesaplama yöntemi”, “portföy grubu oluşturma”, “kamuyu aydınlatma” ve “sunuş ve raporlama” ve “denetleme” olmak üzere alt bölümlere ayrılmıştır. Ayrıca, her alt bölümde belirlenen standartlar zorunluluklar ve öneriler olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

GIPS standartları, portföy performansının genel kabul görmüş standartlar çerçevesinde tespit edilerek, performans sonuçlarının adil ve tam sunumunun dönemseller olarak kamuya ve yatırımcıya açıklanması temel prensiplerine dayanmaktadır.

Standartlar, portföy yönetiminin başarısı hakkında hizmet talep eden yatırımcıya ve hizmeti arz eden diğer piyasa katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunacaktır. Portföy performansı sonuçlarının yeterli, anlaşılır ve standardize olarak açıklanması kamuyu aydınlatma yönünün yanı sıra mevcut ve olası müşteriler açısından farklı portföy yönetim şirketleri tarafından sunulan portföy yönetiminin değerlendirilmesi olanağını sağlamaktadır. Kamuya açıklanan performans sonuçları, yatırımcıların hangi fona yatırım yapacağını belirlemede etkin rol oynamaktadır. Yatırımcıların, hem yerel hem de global bazda yönettikleri portföylerin geçmiş performanslarını aynı kriterlere göre karşılaştırmalarını sağlamak ve bazı portföylerin performanslarını daha iyi göstermek için sınırlı bilgiyi kamuya açıklayarak diğer portföy yönetim şirketleri aleyhine haksız rekabete girişmelerini önlemek için, performansların sunumuna ilişkin standartların belirlenmesi gereğini ortaya koymaktadır.

Türkiye’ de fonların performanslarının ölçümüne ve bunların yatırımcılara açıklanmasına ilişkin olarak, özel nitelikte herhangi bir standardın söz konusu olmadığı bir ortamda faaliyet gösteren fon yöneticileri geçmiş performanslarını istedikleri şekilde hesaplayarak, hesaplama metodolojileri hakkında her hangi bir bilgi vermeden fonlar arasında haksız bir rekabete ve yatırımcıların bundan zarar görmesine yol açabilmekteydiler. Genel düzenlemeler içine serpiştirilmiş bazı maddelerde belirlenen ilkeler ise, gelişmiş ülkelerde uygulanan performans ölçüm ve sunum standartları ile karşılaştırıldığında yetersiz kalmaktaydı. GIPS(CVG) uyumu ile sadece verilecek ilan ve reklâmları değil, aynı zamanda performans hesaplamasına esas teşkil eden veri tabanının oluşturulmasını, bu hesaplama dayalı olarak performans hesaplamasının nasıl yapılacağını, performans sonuçları açıklanırken kamuya açıklanması gereken bilgileri ve bu standartlara uygunluk amacıyla yapılan bağımsız denetimi kapsamaktadır. Standartlara ilişkin düzenlemelerden önce performansın karşılaştırılmasıyla yatırımcıları bilgilendirmeyi hedefleyen açıklamalarda yatırımcıları korumaktan ve bilgilendirmekten uzaktı. Örneğin, bu bilgilendirmede yönetilen fonların karşılaştırılması sırasında yatırımcılara fonlarının risklerinin ne olduğuna bakılması konusunda bir uyarı bulunmamaktaydı. Dolayısıyla, global yatırım performans standartlarının temel standartlar olarak kabul edilmesi ve ülkemizin yasal düzenlemeleri veya yerleşmiş uygulamalar gereği yapılacak diğer eklemeler ile belirlenen CVG ülkesel versiyonu, yatırımcıların korunması, uluslararası piyasalarda ülkemizin kabulü,

pazarlama ve prestij avantajı sağlaması, adil rekabet ortamının yaratılması gibi pek çok açıdan gerekli görülmektedir.

Çalışmamızın temelini oluşturan GIPS'e uyum aşamasında Türkiye'deki portföy yönetim firmalarının uyumla ilgili durumlarının belirlenmesine yönelik anket çalışmasından çıkan temel sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir;

- Portföy yönetiminin başarısı için, GIPS standartlarına uyumlu olduğu bilgisinin kamuya açıklanmasının portföy yönetim firmaları açısından önemli olduğunun göstergesi anket çalışmamızda temel aldığımız likert ölçeğinin kabul edilebilir kritik değeri 3,4'ün oldukça üzerinde bir değer olan 4,50 değerinin bulunmasıdır. Portföy yönetim hizmet kalitesini tanımlayan, finansal ölçüm sonuçlarının yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla GIPS standartlarının temelini teşkil eden kamuyu bilgilendirme zorunlulukları kapsamında sunulması, firma açısından rekabet üstünlüğü sağlayabilecektir.

Kamuyu aydınlatma aşamasında firmanın geçmiş performanslarını da açıklaması standartların gerekliliğidir. Portföy yönetim firmaları tarafından, geriye dönük en azından 5 yıllık tarihsel kayıtlara ulaşılabilmesi; eğer talep edilirse, bu bilgilerin açıklanabileceği %94,44 gibi büyük bir oranla belirtilmiştir. Firmaların performansının ortaya konması aşamasında, veri girişi ile ilgili portföy yönetim firmalarının performans ölçümüne yönelik tarihsel kayıtlarının olması gerektiği bilinmektedir. Ancak, bu kayıtlara düzenli bir dizinleme çalışması yapılması ve istendiğinde güvenli arşive ulaşılması gereklidir. Bu zorunlulukların sağlanması durumunda bilgilerin adil ve doğru olarak kamuya açıklanacağı kesindir. Ancak, bu çalışmanın sürekli ve tutarlı bir şekilde yapılması, firmalar açısından ek maliyet anlamına gelmektedir. Ancak, kısa süre içerisinde gelişmelere ve konunun önemine bağlı olarak yeni yazılım sistemleri ile bu sorunun giderileceği tahmin edilmektedir. GIPS standartları yatırımcıya en hızlı ve doğru şekilde bilginin ulaştırılmasını gerektirir. Bu nedenle, firmaların kamuyu aydınlatma aşamasında teknolojinin gereği web sayfalarını ve diğer kitlesel iletişim araçlarını kullandıkları tespit edilmiştir. Türkiye'de portföy yöneticileri mali alanda hız kazanan küreselleşmenin yatırımcılar ve yöneticiler açısından standardize edilmiş hesaplama sonuçlarının kamuya aktarılmasının pazarlama ve firma prestijinin artması açısından avantaj sağlayacağını farkındadırlar.

Standartlar portföyü yönetecek ekibin belirlenmesi ve önceden açıklanmasını gerektirir. Bu nedenle konusunda uzman bilgili ve deneyimli yöneticiler tarafından alınan yatırım kararları çerçevesinde yapılan yatırımların sonuçları ve portföyün taşıdığı risklerin boyutu düzenli olarak ölçülmeli ve kamuya açıklanmalıdır.

- GIPS standartlarının kuvvetle uygulanması yönünde teşvikleri olan tahakkuk muhasebesinin kullanılması, portföy yönetim firmalarının %50'si tarafından benimsenmiş olsa da %38,89' unun halihazırda kullanmadıkları tespit edilmiştir. Ancak, portföy yöneticisinin belirlediği strateji doğrultusunda portföye alınan/satılan menkul kıymetlerden piyasa fiyatı üzerinden kâr elde edebilmek, ya da zararı önleyebilmek için ülkemiz yasal düzenleyicileri tarafından portföy yönetim firmalarının tahakkuk muhasebesini kullanmalarını teşvik edecek düzenlemeler en kısa sürede yapılmalıdır.

- Portföy yönetim firmalarının 1 Ocak 2006' dan itibaren oluşturdukları portföy gruplarının yıllık dönem başı ve dönem sonu değerlendirme tarihlerinin tutarlı olduğu, tüm portföy yönetim firmaları tarafından teyit edilmiştir. Bu da çalışmamızın amacına uygun olarak veri girişi zorunluluğuna uyum sağlandığını göstermiştir. Ancak, Ocak 2001 tarihinden önceki dönemler için portföylerin en azından 3 aylık değerlendirilmesi ile ilgili portföy yönetim firmalarının %50' si bu verileri sağlayabileceğini belirtirken, %50' si sağlayamayacağını belirtmiştir. Dolayısıyla, veri girişine ilişkin portföy yönetim firmalarının ancak yarısının bu zorunluluğa uymakta oldukları görülmüştür.

- Portföy grupları oluşturulurken portföy yöneticisinin kontrolü altında olan ve portföy yönetim ücreti ödenen bütün portföylerin, benzer yatırım amaç ve stratejilerine göre bir portföy grubunda yer aldığı likert ölçeği kritik değeri üzerindeki 4,06 ortalama değer ile belirlenmiştir. SPK' nın yayınlamış olduğu tebliğ, portföy yönetim firmalarına portföy grubu oluşturulmasına yönelik ayrıntılı açıklamalar ve raporlama aşamasında uyulması gereken tüm kuralları detaylı olarak açıklayan yol gösterici rehber niteliğindedir. Portföy gruplarını oluşturma aşamasında, uygulamaların doğru bir şekilde dokümantasyon altına alınması da üzerinde durulması, önerilebilecek önemli bir ayrıntıdır. Pratikte sisteme uygun bir bilgisayar yazılım programı olmadan bu konuyla ilgili olarak fonların sayısının ve yatırımcıların sayısının artması olumsuz etki yaratacaktır. Bunun içindir ki, söz konusu portföy gruplarının oluşturulması, pozisyonları ve takipleri için sağlam bir BT (bilgisayar teknolojisi) alt yapısına ihtiyaç olacaktır. Firmaların, BT alt yapısı ile risk parametrelerinin seçimi, istatistiksel

raporlama parametrelerinin seçimi ve vergi sonrası performans sonuçlarını hesaplayarak sunumu gerçekleştirebilme süreçlerinin entegrasyonu konularında kısa süre içerisinde gerekli çalışmaları başlatmaları gerekmektedir. Gerçekleştirilmesi zor ve zaman alıcı olan bu süreçte ilk aşamada sistemin yanlış kurulması, daha sonra operasyon maliyetlerini artıracaktır.

- Kendi nakit dağılımı ve para yönetimi olan ve ayrı varlıklar olarak yönetilen alt portföy sınıflarının oluşturulmadığı, portföy yönetim firmalarının %77,78' lik hayır cevabı ile belirlenmiştir.

- GIPS'e göre en az 5 yıllık performans kayıtlarının kamuya sunulması zorunluluğuna, likert ölçeği kritik değeri üzerindeki ortalama 4,17 değeri ile uyum sağlandığı tespit edilmiştir.

- Portföy yönetim firmalarının % 83,33' ünün bütün yıllar için yıllık getirilerini sundukları ve bunu yaparken web sitelerini kullandıkları tespit edilmiştir.

- Türkiye'deki portföy yönetim firmalarının % 83,33' ü GIPS' e uyum sağladıktan sonra başka bir firmayla birleşmemiş ve iştiraki haline gelmemiştir. Ancak, portföy yönetim firmaları böyle bir durumla karşı karşıya kaldıklarında GIPS standartlarının önemli yatırım kararları alınmasından sorumlu olacak kişilerin yeni firma tarafından belirlenmesi, yatırım kararı verme süreci ve personelin yeni firmada tam ve bağımsız olarak yer alması ve yeni firmanın eski firmadan sağlayacağı performans sonuçlarını yeni firmanın performans kayıtlarıyla ilişkilendirerek açıklanması zorunluluklarına likert ölçeği kritik değerinin üzerinde ortalama değer ile cevap vermişlerdir. Bu değer olumlu olarak yorumlanmış ve bu zorunluluklara uyum sağlayacakları sonucuna varılmıştır.

- Portföy yönetim firmalarının herkes tarafından kabul edilen bir karşılaştırma ölçütü veya çeşitli karşılaştırma ölçütlerinden oluşan bir bileşim kullandıklarında bu karşılaştırma ölçütünün nasıl belirlendiğini ve ne olduğunu açıkladıkları kritik değer üzerinde olan ortalama 4,44 cevabı ile tespit edilmiştir.

- GIPS zorunluluklarıyla yerel yasa ve düzenlemeler arasında uyumsuzluk söz konusuysa bu uyumsuzluğa neden olan tutumları portföy yönetim firmalarının kamuya açıklamadıkları %77,78' lik oranla belirlenmiştir.

- Portföy yönetim firmalarının kontrolündeki portföy gruplarında paket ücretli portföyler yer alıyorsa, paket ücrete dahil olan ücretlere ilişkin detaylı bir açıklama yapmadıkları tespit edilmiştir.

- Belirli durumlarda portföy yönetim firmaları portföy gruplarını yeniden tanımladıklarında değişikliğin içeriğini ve değişiklik tarihini kesinlikle kamuya açıklamaktadırlar. Bu zorunluluğa uydukları likert ölçeği kritik değer üzerindeki 4,11 ortalama değer ile tespit edilmiştir.

- Kamuyu yanlış bilgilendirme portföy yönetim firmaları tarafından kamuya açıklanan finansal bilginin güvenilirliğini sorgulanır hale getirmiştir. Bunun sonucunda, bağımsız denetim sürecinin etkinliğinin global düzeyde gerçekleştirilebilmesi amacıyla standartların önemi bir kez daha vurgulanabilir. Bağımsız denetim ile portföy yönetim firmalarına, yatırım danışmanlarına ve diğer piyasa katılımcılarına bir bütün olarak sermaye piyasalarına olan güvenin temini söz konusudur. GIPS standartlarının da üzerinde en çok durduğu bağımsız denetimin varlığı portföy yönetim firmalarının uyum sağladıkları kritik değer üzerindeki 4,33 ortalama değer ile tespit edilmiştir. Bunun yanında portföy yönetim firmalarının %94,44' le firmaları hakkındaki yeterli bilgiyi sağlayacak performans raporlarından örnekleri ve firmaları ile ilgili diğer bilgileri bağımsız 3. taraf denetçiye verdikleri belirlenmiştir. Standartların kuvvetle teşvik ettiği, ancak zorlayıcı bir düzenlemenin olmaması nedeniyle denetimi gerçekleştiren üçüncü tarafın konuyla ilgili bilgilerinin ne ölçüde olduğu belirlenmemektedir. Bu konuya ilişkin ülkemiz yasal düzenleyicilerinin gerekli çalışmaları en kısa sürede yapmaları gerekmektedir. Bağımsız denetimden geçmeyen firmaların piyasadaki etkinliği açısından yatırımcıların sermaye piyasasına kısa ve uzun vadeli güvenleri en düşük seviyede gerçekleşecektir ve portföy varlıklarının kompozisyonunu değiştirerek ellerinde daha fazla nakit tutmaya başlayacaklardır.

Bağımsız denetime duyulan ihtiyacın önemini belirtmek açısından, global sermaye piyasalarında yaklaşık 10 milyar USD yatırımı bulunan dünyanın sayılı fonlarından CALPERS' in uluslararası GIPS' ni dikkate alarak yatırım yapılabilir ülkeleri belirlediği ve gerekli koşulları sağlamayan ülkelere yatırımlarını çektiği örnek olarak verilebilir. Etkin piyasa oluşumu ve piyasa disiplini temin açısından en önemli faktörün bilgi olduğu günümüzde, ekonomik işlem ve olayların karmaşıklaşması nedeniyle pek çok bilgi muhasebe kayıtları arasında gizlenebilir hale gelmiş, işletmeler

tarafından sunulan bilginin güvenilir olma özelliği oldukça azalmıştır. Söz konusu bilgilerin gerçeğe uygunluk açısından akredite edilmesi, hata ve hile riskinin azaltılabilmesi için, firmanın bağımsız denetimden geçmesi ve kamuya daha sonra tam açıklama yapması uygulanabilecek en etkin yöntemdir. Halihazırda firma içi denetimi tercih eden firmaların sistemin sağlığı açısından en kısa süre içerisinde üçüncü taraf bağımsız denetimden geçmeye başlamaları gereklidir. Ülkemizde portföy yönetim firmaları bazında skandal seviyesine ulaşan usulsüzlüklere rastlanmamış olsa da bu durumun söz konusu firmaların bağımsız denetim konusunda sorunların yaşanmadığı şeklinde yorumlanması doğru olmayacaktır. SPK'nın yayınlamış olduğu tebliğ içerik bakımından uluslararası genel kabul görmüş GIPS standartlarının etik ilkeleri ile çelişmemektedir. Buna karşın, iç kontrol sistemi ile denetim riskinin değerlendirilmesi, geleceğe ilişkin bilgilerin denetimi, hile ve hataların tespiti hususlarında yeterli hükümleri içermediği dikkate değerdir. Sermaye piyasalarında bağımsız denetim eksikliğinden kaynaklanabilecek riskin asgariye indirilebilmesini teminen tebliğ ve düzenlemelerin gözden geçirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

- Portföy değer hesaplamasında standartlar yol gösterici esaslar içermektedir. Firma, portföy değerlendirme hesaplarının nasıl ve ne zaman değerlendirileceği, portföyden çekilen nakit değerlerin nasıl ele alınacağı konusundaki politikalarını belirlemelidir. Firma portföy değerlendirme hesaplarını yaptıktan sonra portföy grubu performansını da değerlendirmelidir. Dönem başı piyasa değerlerine dayanan ağırlıklandırma ile portföy getirisi hesaplandıktan sonra portföy grupları getirileri hesaplanmalıdır. Portföy grubuna dahil tüm portföylerin bu şekilde önce portföy bazında değerlendirilip daha sonra portföy grubu toplam getirisi oluşturulmalıdır. Araştırmamıza katılan portföy yönetim firmalarının %66,67'si ZAGO değerlendirme yöntemini benimsemeleri yanında, standartların kolay hesaplanabilmesi, değerlendirme hatalarına duyarlı olmaması, önemli miktarda nakit akışı olduğunda muhasebeleştirilebilmesi ve her nakit akışı gerçekleştiğinde veya günlük olarak portföyün yeniden değerlendirilmesini gerektirmemesi, portföyün dönem boyunca sabit bir getiri oranı sağladığını kabul etmesi ve her nakit akımının portföyde tutulduğu süre ile ağırlıklandırılması avantajlarına sahip olması ve 2005 ten sonra zorunluluk kabul edilmesi nedeniyle, Modifiye Edilmiş Dietz Metodunun kullanımının yaygınlaşması gerekmektedir. Çünkü, portföy yönetim firmaları içinde yalnızca birisi bu yöntemi kullandıklarını belirtmiştir.

Performans ölçümü standartlar gereği 3 ayda bir yapılmalı ve ölçüm sonucunda tespit edilen başarı ve başarısızlık sonucu alınması gereken tedbirler belirlenmelidir. Gerek emeklilik şirketlerince yapılacak ilan, reklam vb. sunumlarda, gerekse günlük gazete ve dergilerde yayınlanan emeklilik fonları ile ilgili haberlerde katılımcıların dikkat etmeleri gereken getiri oranının riske göre düzeltilmiş getiri oranı olduğunun vurgulanmasının sağlanmasıdır ve böylelikle portföy yöneticilerinin fon portföylerinin yönetiminde basiretli davranmaları teşvik edilmiş olacaktır. Standartlarla uyumlu hareket edilmesi halinde emeklilik yatırım fonlarında biriken katkı paylarının istikrarlı bir şekilde büyümesi ile bu sistemin bireylerde güven telkin etmesi ve bu güvenin uzun vadede korunması sağlanacak; hem de sistemin düzenleyici ve denetleyici otoritelerinin kontrol mekanizmaları sağlamlaştırılmış olacaktır.

GIPS standartlarına bağlı olarak performans sonuçlarının kamuya açıklanması ile ilgili olarak, gelişmiş ülkelerin piyasalarında olduğu gibi Türkiye’de de her geçen gün önemi artan yatırım fonları ve özellikle emeklilik fonlarını derecelendirmeye tabi tutan kuruluşların (örneğin, ABD’ de yatırımcılar tarafından en çok bilinen yatırım fonu derecelendirmesi Morning Star firması tarafından yıldız ve kategori olmak üzere iki tür şeklinde yapılmaktadır.) ortaya çıkması ve bu kuruluşlarca yapılacak performans sonuçlarının düzenli bir şekilde kamuya açıklanmasını sağlayacak standartların SPK tarafından uygulamaya konması hem yatırım fonları endüstrisinin gelişmesine hem de yatırım fonlarına yatırım yapan yatırımcıların bilgilendirilmesine önemli ölçüde katkı da bulunacaktır. Bu durum bütün fonların performanslarını aynı esaslar çerçevesinde değerlendirme imkânı sağlayacağından yöneticilerin yatırımcılara taraflı bilgi vermelerini engelleyerek yatırım endüstrisindeki haksız rekabeti ortadan kaldıracaktır.

Geçmiş performans bilgilerinin açıklanmasında portföy firmalarının uyması gerekli standartları ve bu standartların uygulanmasında esas alınan etik ilkeleri içeren GIPS standartlarına henüz, hiçbir ülkede zorunlu geçiş yoktur. Ülkemizde profesyonel ve/veya sektörel birlikler tarafından (fon yöneticileri, emeklilik fonları, finansal analistler gibi) desteklenmektedir. Bu şekilde, etkili öz düzenlemeler yapılmış olup gelişmelere ve taleplere bağlı olarak yeni düzenlemelerin yapılması olasıdır.

Ülkemizde portföy yönetim firmalarının uyum konusunda IPC’ nin onayladığı GIPS’ in ülkeye özgü versiyonu olan ve SPK tarafından yayınlanan “Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında” tebliğin gereğini yerine getirdikleri söylenebilir. Eğer, portföy yönetim firmaları, SPK tebliğine sağlayacakları uyum

yanında, GIPS e uyum sağlamayı hedefler ise uzun vadede birbirine yakın her iki standardı sağlayarak;Uluslararası pazarlama tanıtım avantajlarını elde edeceklerdir. Örneğin, 250 milyon Euro'luk Norveç emeklilik fonu için piyasa araştırması yapan ancak yeterli bilgiye sahip olmadıklarından dolayı Türkiye' de yatırım yapmayı düşünmediklerini söyleyen uluslar arası piyasa katılımcıları sermaye piyasamıza çekilebilecektir. Ayrıca, ülkemiz açısından da yeni sayılabilecek emeklilik yatırım fonlarının büyüklüklerinin yerel piyasalarda işlem yapabilmek için çok fazla olduğu, yani bu fonlar tarafından yapılacak işlemlerin fiyatları etkileyebilmesinin mümkün olduğu durumlarda, yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmak yerinde bir tercih olacaktır.

Sermaye piyasalarının gelişimi açısından sadece ekonomik ve politik istikrarın sağlanması yeterli değildir. İstikrar, yatırımcı haklarının korunması açısından, uluslararası kabul görmüş seviyede kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim standartlarını ve aynı zamanda verimli, etkili gözetim ve denetimi sağlayacak bir hukuki alt yapı ile desteklenmelidir. Firmaların uluslararası alanda kabul görmüş asgari ilkeleri uygulamalarının temin edilmesi yatırımcılar için çok değerli bir unsurdur. Bu ilkeler yatırımcıların belirli bir ülkenin sermaye piyasalarına duyduğu güvenin ve piyasaların çekiciliğinin artması, dolayısıyla yatırımlar ve iş gelişimi açısından faydalı olacaktır. Ayrıca, sermaye piyasalarının etkinliği ve bu piyasaların reel sektöre fon sağlamasında etkili kullanımını da artıracaktır. Ülkemiz düzenleyicileri en kısa süre içinde portföy yönetim firmalarının SPK' nın tebliğine sağlayacakları uyum ile birlikte GIPS' e de uyum sağlayarak birbirine yakın iki standardı birleştirerek uluslar arası ölçekte yerlerini almaları yönünde destek ve teşvik sağlamalıdır.

Diğer yandan GIPS'e uyumun devamlılığı konusunda maliyet/kâr ilişkisi bağlamında ek kaynakların saptanması firmaya ek maliyet getireceğinden uyum kararı verildikten sonra bunun devamının sağlanması tüm dünyada olduğu gibi Türkiye açısından da sorun yaratabilecek gibi görünmektedir.

Ülkemizdeki yasal düzenleyiciler, standartların tanıtımında ve ikna edilmesinde daha basiretli ve ısrarcı olmalıdırlar. Ayrıca, ülke düzenleyicileri yanıltıcı reklâm yapılması gibi standartlara uyumsuzluk durumlarında yaptırım güçlerini kullanabilmeli veya bağımsız denetim kuruluşlarının tanınması ve teşvik edilmesinde öncü rolü oynamalıdırlar.

EK:1

SPK SERİ:5 NO:60 TEBLİĞE GÖRE DÜZENLENMESİ GEREKEN AÇIKLAMA RAPORU ÖRNEĞİ

2.1. X Emeklilik A.Ş Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu 3 Aylık Rapor

Bu rapor X EMEKLİLİK A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu'nun 01.01.2006–31.03.2006 dönemine ilişkin gelişmelerin, Fon Kurulu tarafından hazırlanan faaliyet raporunun, fonun bir önceki dönemle karşılaştırmalı olarak hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş yıllık fon bilanço ve gelir tablolarının, bağımsız denetim raporunun, bilanço tarihi itibarıyla fon portföy değeri ve net varlık değeri tablolarının katılımcılara sunulması amacıyla düzenlenmiştir.

BÖLÜM A: 01.01.2006 – 31.03.2006 DÖNEMİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Devam eden AB süreci ve sürdürülebilir istikrarı hedefleyen ekonomik programın önemini belirtmesi, son birkaç yıldır para ve sermaye piyasalarında yaşanan olumlu tablonun arkasında global piyasalarda yaşanan gelişmelerin büyük payının belirtilmesi ve bu gelişmelerin önümüzdeki dönemde de piyasaların seyri üzerinde etkili olacağına açıklanması, dış piyasalara ilişkin olumlu gelişmenin belirtilmesi, 2006 yılında yapının devam edip etmeyeceği ve etkilerinin Dünya piyasalarında ki etkileri örneğin, enflasyonist baskıların var olup olmadığı ya da faiz artırımına gidilip gidilmeyeceği gibi, YEN ve EURO cephesinde para politikalarının seyri örneğin, Avrupa'da faiz artışının etkileri, fonlamanın yapıldığı paraların (USD, EURO, YEN) maliyetlerinde yaşanabilecek bir artışın etkisini dünyadaki sermaye akışlarında gösterebileceği ve global faiz oranlarının yukarı doğru hareketlenebileceği gibi, ya da ABD'de beklenen ekonomik yavaşlamanın gelmemesinin gelişmeleri şiddetlendirebileceği gibi açıklamaların yanında makro ekonomik göstergelere yer verilmelidir. Örneğin, 2004'ün %9,9'luk büyüme oranının ardından 2005 yılının oldukça kuvvetli %7,6'lık GSMH büyümesi ile geçmesi, GSYİH ise dönemde %7,4 büyüme gösterdiği ve Çeyrek

dönemlerde yıllık büyüme oranlarının sırasıyla %7.5 , %4.7, %8.0 ve %10.2 olarak gerçekleştiği gibi ayrıca, hisse senedi piyasasında gerçekleşen net yabancı alımlarının meblağı, Yabancıların elindeki hisse senetlerinin bakiyesinin kaç dolara yükseldiği ve söz konusu bakiye ile hisse senedi piyasasındaki yıl sonu itibariyle yaklaşık kaç dolar seviyesinde olduğu, söz konusu rakamların gelişme göstermesi halinde bu gelişmeye benzer gelişimlerin borçlanma enstrümanları piyasasında görülebileceği buna bağlı olarak sürekli yükselen yurtdışında ki yerleşiklerin elinde devlet iç borçlanma senetlerinin miktarı, doğrudan yabancı sermaye girişinde % kaçının gayrimenkul miktarı olduğu ve kalan doğrudan sermaye tutarı, Türkiye piyasasındaki durum;yılın ilk üç ayındaki tüketici enflasyonunun yüzdesi, IMKB 100 getirisinin bu dönemde gerçekleşen % tutarı, dönemde ters repo yatırımından % getiri sağlandığı, Hazine bonusu devlet tahvili yatırımlarının getirisinin dönemde % gerçekleştiği, dönemde USD, EURO' nun ve döviz sepetinin % değer kazandığı açıklanabilir. Faiz piyasasına ilişkin söz konusu yılın geneline yayılan faiz düşüş ya da yükselişinin trendi, kısa vadeli kotasyon % si, fonlama maliyetinin hangi seviyeye gerilediği ya da ilerlediği durumu, yıl sonu itibariyle bono piyasası gösterge faizinin durumu, son veriler ışığında gösterge faiz % seviyesi Söz konusu faiz düzeyinin TCMB beklenti anketi ışığında %'lik bir reel faiz anlamına gelebileceği, yılsonunda ikinci el bono piyasası faiz oranlarının % seviyesinin beklenmekte olan değişiklik gibi, Hisse Senedi Piyasası hakkında; örneğin, Aralık sonu itibariyle 24972 puan seviyesinde bulunan IMKB 100 endeksinin Aralık 2005 sonu itibariyle 39778 seviyesinden kapandığı ve son veriler ışığında IMKB 100 endeksinin 45000 seviyesinin biraz üzerinde olduğu ve Destek seviyelerinin 45000 ve 43500'de, dirençin ise, 46500 ve 48200'de olduğu bilgileri verilebilir. Eurobond Piyasasına ilişkin; söz konusu yılı %'lık seviyede bitiren sayısı belirtilen vadeli eurobond bileşik faiz oranının 3.ay sonunda % kaç seviyesine gerilediği, ya da ilerlediği belirtilebilir. Döviz Piyasasıyla ilgili olarak önceki yıl sonu itibariyle euro/usd paritesinin sonraki yıl sonu itibariyle seviyelerinde meydana gelen değişikliğin belirtilmesi ve yeni yılın ilk üç ayı itibariyle usd / euro paritesinin kaçtan kapandığı ve ilk üç aylık dönemde euro'nun usd karşısında % kaçlık değer kazandığı, ya da kaybettiğinden bahsedilmesi ve yurtdışı piyasalara ilişkin önceki yılda FED'in kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliği ve dünya piyasalarında hızla artış gösteren emtia fiyatlarının piyasalardaki gündemi belirleyen faktörler olduğu ve OECD ülkelerinde

yıllık enflasyon % ne kadarlık değiştiği, ABD’de yıllık enflasyonun % kaç olduğu ve EURO bölgesinde % tutarı belirtilebilir ayrıca 10 yıllık devlet borçlanma enstrümanlarında yıllık faizin geçen yıl sonu itibariyle ABD’de % kaç olduğu ve EURO bölgesinde % kaç seviyesinde olduğu bu bilginin kaynağının neresi olduğu (www.oecd.org gibi) belirtilir. Dow Jones Endüstriyel ortalaması’ nın (DJ Industrial Average) geçen yıllarda kaç puanla bitirdiği son zamana kadar gösterdiği dalgalanma belirtilebilir. Söz konusu yılın ilk üç ayı sonunda US 10 yıllık tahvillerinde faiz oranındaki değişiklik belirtilebilir.

BÖLÜM B: FON KURULU FAALİYET RAPORU İLE İLGİLİ BİLGİLER

01.01.2006-31.03.2006 dönemi içerisinde fon kurulu olağan toplantılarını gerçekleştirmiştir. Bu toplantılarda genel piyasalar, fonun performansı ve fonla ilgili diğer konular incelenmiştir.

Fon kurulu 29.Mart.2006 tarihinde aldığı kararla, her gün için net varlık değeri üzerinden hesaplanan günlük 0,00010 (yüzbindeon) oranında fon işletim gideri kesintisinin günlük 0,000075 (yüzbindeyedibuçuk)’ a düşürülmesi ve buna bağlı olarak fon iç tüzüğünün 14.maddesinin değiştirilmesi için SPK’ a başvuru yapılmasına karar vermiştir.

Fon kurulu 31.Mart.2006 tarihinde aldığı kararla, 01.01.2006-31.03.2006 dönemi bağımsız denetim ücretinin kurucu tarafından ödenmesine ve fon portföyüne yansıtılmamasına, 01.04.2006-30.6.2006 dönemi bağımsız denetim ücretinin kurucunun talebi doğrultusunda fon portföyünden karşılanmasına ve 01.04.2006 tarihinden başlamak üzere, fon kurucusu tarafından bildirilen tutara uygun olarak, fon portföyünden günlük denetim ücreti karşılığı ayrılmasına karar vermiştir.

Fon kurulu 04.Mayıs.2006 tarihinde aldığı kararla, SPK’dan alınan 28.Nisan.2006 tarih ve KYD-279 sayılı izin doğrultusunda içtüzük, izahname ve tanıtım formlarının tadil edilmesi nedeniyle, içtüzük, izahname ve tanıtım formlarının noter onay giderlerinin, içtüzük ve izahname tadil metinlerinin Türkiye Ticaret Siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ilan giderlerinin, içtüzük, izahname ve tanıtım formlarındaki değişikliklere ilişkin hazırlanan duyuru metninin Türkiye çapında yayım yapan en yüksek tirajlı beş gazetenin ikisinin Türkiye baskısında ilan ettirilmesi

giderlerinin kurucunun talebi doğrultusunda, kurucu tarafından ödenmesine ve fon portföyüne yansıtılmamasına karar vermiştir.

Fon kurulu 13 Mayıs 2006 tarihinde aldığı kararla, 3' er aylık dönem sonlarında, tedavüldeki fon pay sayısının kayda alma ücreti ve finansal faaliyet harcı tutarlarının, kurucunun talebi doğrultusunda, kurucu tarafından ödenmesine ve fon portföyüne yansıtılmamasına karar vermiştir.

Fon kurulu 31 Ağustos 2006 tarihinde aldığı karar ile, Fon; DİBS Benchmark Endeksi olarak KYD 6 aylık DİBS Endeksi yerine KYD 365 günlük DİBS Endeksinin kullanılmasına ve buna bağlı olarak Fon izahnamesinin "Bölüm B: Fon ile ilgili bilgiler/II.Fonun Yatırım stratejilerine, Risklerine, Harcamalara ve Fon portföyüne ilişkin Bilgiler/1. Fonun Yatırım Stratejisi" bölümünün değiştirilmesi için SPK' ya başvuru yapılmasına karar vermiştir.

BÖLÜM C: BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ MALİ TABLOLAR

X EMEKLİLİK A.Ş.

BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ

EMEKLİLİK YATIRIM FONU

01.01.2006 - 31.03.2006 DÖNEMİ BİLANÇO ÖZETİ

	31 Mart 2006	31 Mart 2005
	(YTL)	(YTL)
VARLIKLAR (+)	1.733.528,10	123.642,14
BORÇLAR (-)	93.355,70	10.158,86
<u>FON TOPLAM DEĞERİ</u>	<u>1.640.172,40</u>	<u>113.483,28</u>

X EMEKLİLİK A.Ş.

BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ

EMEKLİLİK YATIRIM FONU

01.01.2006 - 31.03.2006 DÖNEMİ GELİR TABLOSU ÖZETİ

	31 Mart 2006	31 Mart 2005
	(YTL)	(YTL)
FON GELİRLERİ (+)	196.147,96	5.234,17
FON GİDERLERİ (-)	41.741,93	6.711,56
<u>FON GELİR GİDER FARKI</u>	<u>154.406,03</u>	<u>-1.477,39</u>

BÖLÜM D: FON PORTFÖY DEĞERİ-NET VARLIK DEĞERİ TABLOLARI

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU
31 MART 2006 TARİHLİ
FON PORTFÖY DEĞERİ TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") olarak ifade edilmiştir.)

31 Mart 2006

	<u>Para Birimi</u>	<u>Nominal Değer</u>	<u>Rayiç Değer</u>	
			<u>YTL</u>	<u>%</u>
Hisse Senedi	YTL	214.431	1.506.674	88,53
Ters Repo	YTL	242.985	190.210	11,18
Borsa Para Piyasası	YTL	-	5.006	0,29
Fon Portföy Değeri		457.416	1.701.890	100,00

31 Mart 2005

	<u>Para Birimi</u>	<u>Nominal Değer</u>	<u>Rayiç Değer</u>	
			<u>YTL</u>	<u>%</u>
Hisse Senedi	YTL	20.158	106.703	86,96
Ters Repo				
Borsa Para Piyasası	YTL	-	16.007	13,04
Fon Portföy Değeri		20.158	122.710	100,00

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU
31 MART 2006 TARİHLİ
NET VARLIK DEĞERİ TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") olarak ifade edilmiştir.)

	31 Mart 2006		31 Mart 2005	
	<u>Tutar</u>	<u>%</u>	<u>Tutar</u>	<u>%</u>
Fon Portföy Değeri	1.701.890	103,76	122.710	108,13
Hazır Değerler	439	0,03	764	0,67
Alacaklar	31.200	1,90	168	0,15
Diğer Varlıklar	-	-	-	-
Borçlar	(93.356)	(5,69)	(10.159)	(8,95)
Net Varlık Değeri	1.640.173	100,00	113.483	100,00

BÖLÜM E: FON PERFORMANSINA İLİŞKİN BİLGİLER

22 Şubat 2005 tarihinde halka arz edilen fonumuzun 30 Aralık 2005 - 31 Mart 2006 dönemi getiri performansı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	30,12,2005 Fiyatı	31,03,2006 Fiyatı	Dönem Getiri
X Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	0.014586	0.016388	12,35%

Fon ortalama %90 İMKB 100 endeks hisse senetleri (İMKB 100 ENDEKS, %80-100 yatırım stratejisi bant aralığı) ve %10 ters repodan (KYD ON Net, %0-20 yatırım stratejisi bant aralığı) oluşan bir portföyün orta vadeli getirisini kriter almakta ve bunun üzerindeki getiriyi hedeflemektedir.

Hedeflenen Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi : %7,38 dir.

* Fon dönemsel performansına ilişkin ayrıntılı bilgiye fona ait dönemsel performans sunuş raporundan ulaşılabilir.

BÖLÜM F: FON HARCAMALARI İLE İLGİLİ BİLGİLER

Portföye alınan varlıkların alım satım tutarları üzerinden aracı kuruluşlara aşağıdaki oranlarda komisyon ödenmektedir.

i. Hisse Senetleri:

Hisse Senedi Alım Satım İşlemleri : **Binde 1**

ii. Borçlanma Senetleri:

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı:

01.01.2006-06.02.2006 Dönemi : **Yüzbinde 3,5**

07.02.2006-31.03.2006 Dönemi : **Yüzbinde 2,25**

iii. Ters Repo İşlemleri:

İMKB Repo ve Ters Repo Pazarı O/N :

01.01.2006-06.02.2006 Dönemi : **Yüzbinde 2,2**

07.02.2006-31.03.2006 Dönemi : **Yüzbinde 1,13**

İMKB Repo ve Ters Repo Pazarı O/N dışındaki vadelerde:

01.01.2006-06.02.2006 Dönemi : **Yüzbinde 6**

07.02.2006-31.03.2006 Dönemi : **Yüzbinde 4,5**

iv. Yabancı Menkul Kıymetler:**v. Borsa Para Piyasası İşlemleri:**01.01.2006-06.02.2006 Dönemi : **Yüzbinde 3**07.02.2006-31.03.2006 Dönemi : **Yüzbinde 2,2****vi. Saklamacı Kuruma Ödenecek Ücretin Tespit Esası ve Oranı:**

İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nin tarifesi uygulanmaktadır.

Fon Malvarlığından Yapılabilecek Harcamaların Senelik Olarak Fon Net Varlık Değerine Oranı:**01.01.2006-31.03.2006 Dönemi Fon Varlıklarından Karşılanan Harcamalar ve Ortalama Fon Toplam Değerine Oranı:**

Gider Türü	Tutar (YTL)	Ortalama Fon Toplam Değerine Oranı %
Fon Yönetim Ücreti	3.893,78	0,25
Bağımsız Denetim Ücreti	1.944,10	0,13
Tahvil Bono Kesin Alım Satım Komisyonları	0,00	0,00
Gecelik Ters Repo Komisyonları	126,25	0,01
Borsa Para Piyasası Komisyonları	0,00	0,00
Hisse Senedi Komisyonları	4.017,53	0,26
Yabancı Menkul Kıymet Komisyonları	0,00	0,00
Saklama Giderleri	57,93	0,00
İlan Giderleri	0,00	0,00
Noter Harç ve Tasdik Giderleri	90,80	0,01
Diğer Vergi, Resim, Harç vb. Giderler	20,70	0,00
Toplam Giderler	10.151,09	0,66
Ortalama Fon Toplam Değeri	1.539.043,48	

Fon Kurucusu Tarafından Karşılanan Harcamalar:

01.01.2006-31.03.2006 Dönemi Fon Kurucusu Tarafından Karşılanan Harcamalar ve Ortalama Fon Toplam Değerine Oranı:

Gider Türü	Tutar (YTL)	Ortalama Fon Toplam Değerine Oranı %
Tutar Artırımı İhraç Gideri	0,00	0,00
SPK Kayıt Ücreti	255,00	0,02
Finansal Faaliyet Harcı	127,50	0,01
Toplam	382,50	0,02
Ortalama Fon Toplam Değeri	1.539.043,48	

Uzun Dönemde Giderlerin Etkilerini Açıklayıcı Örnek;

Bu örnek Fon'a yapılan yatırımın maliyetinin diğer fonlarla karşılaştırılabilmesi amacıyla hazırlanmalıdır. Bu örnekte aşağıda belirtilen süreler boyunca Fon'a 1,000 YTL yatırıldığı ve belirtilen süre sonunda fondan çıkıldığı varsayılmaktadır. Ayrıca örnekte Fon'un yukarıda yer alan gider oranlarının değişmediği ve Fon'un senelik getiri oranının %10 olduğu varsayılarak tahmini maliyetler aşağıdaki gibi hesaplanmalıdır. Gerçek maliyetler aşağıdaki tahmini tutarlardan daha az, ya da fazla olabilecektir.

1 sene	2 sene	5 sene	10 sene
1.074 YTL	1.153 YTL	1.428 YTL	2.040 YTL

Uzun Dönemde Giderlerin Etkilerini Açıklayıcı Örnek Dipnotları :

Rapor döneminde fondan yapılan toplam giderlerin fon ortalama portföy büyüklüğüne oranı bulunmuştur. Dönemdeki gün sayısından hareketle bu oranın yıllığı tahmin edilmiştir. Dönem başında fona 1,000 YTL yatırım yapılmıştır. Fonun yatırım yaptığı yatırım enstrümanlarının yıllık ortalama getirisinin %10 olduğu varsayılarak, bulunan yıllık harcama oranı bu tutardan düşülmüştür. Bulunan net getiri oranından hareketle izleyen yıllara ilişkin portföy değeri tahmini yapılmıştır. Fon kuruluşundan itibaren bir hesap dönemi geçmemiş olması nedeniyle yıllık harcama oranı tahmini olarak verilmiştir.

EKLER:

1. Fon Kurulu Faaliyet Raporu
2. Bağımsız Denetimden Geçmiş Fon Bilanço ve Gelir Tabloları
3. Bağımsız Denetim Raporu
4. Bilanço Tarihi İtibariyle Fon Portföy Değeri ve Net Varlık Değeri Tabloları

X EMEKLİLİK A.Ş.

Büyüme Amaçlı Hisse Senedi

Emeklilik Yatırım Fonu

Ünvan, Ad Soyad, İmza
Fon Kurulu Üyesi

Ünvan, Ad Soyad, İmza
Fon Kurulu Üyesi

**X EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK
YATIRIM FONU FAALİYET RAPORU**

X EMEKLİLİK A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu 03.01.2005 tarihinde 100.000.000.YTL (Yüzmilyon) sermaye ve 100.000.YTL (Yüzbin) avans tahsisi ile kurulmuştur.

23.02.2005 tarihinde halka arz edilmiştir. Avans geri ödeme süreci 01.03.2005 tarihinde tamamlanmıştır. 31.03.2006 tarihinde fon toplam değeri 1.640.173.YTL dolaşımdaki pay sayısı 100.081.331,678 adettir. 01.01.2006-31.03.2006 dönemi içerisinde Fon kurulu olağan toplantılarını gerçekleştirmiştir. Bu toplantılarda genel piyasalar, fonun performansı ve fonla ilgili diğer konular incelenmiştir.

X EMEKLİLİK A.Ş.
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi
Emeklilik Yatırım Fonu

Unvan, Ad Soyad, İmza
Fon Kurulu Üyesi

Unvan,Ad Soyad, İmza
Fon Kurulu Üyesi

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU

1 OCAK - 31 MART 2006 ARA HESAP
DÖNEMİNE AİT MALİ TABLOLAR VE
SINIRLI DENETİM RAPORU

-----Serbest Muhasebeci Mali
Müşavirlik AŞ Pricewaterhouse Coopers
Üyesi

-----34357

İstanbul-Türkiye

www.pwc.com/tr

Tel. no:-----

Faks:-----

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU
1 OCAK - 31 MART 2006 ARA HESAP DÖNEMİNE AİT
SINIRLI DENETİM RAPORU

1. X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu'nun ("Fon") 31 Mart 2006 tarihi itibarıyla düzenlenmiş ilişikteki bilançosunu, fon portföy değeri ve net varlık değeri tabloları ile 1 Ocak - 31 Mart 2006ara hesap dönemine ait gelir tablosunu Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yayımlanan sınırlı denetim ilke ve kurallarına göre incelemiş bulunuyoruz. Ara dönem mali tablolar üzerinde yaptığımız çalışma, yıllık mali tablolara ilişkin olarak genel kabul görmüş denetim ilke, esas ve standartlarına göre yapılan incelemeye oranla sınırlı tutulmuştur. İncelememiz esas olarak, ara dönem mali tabloların hazırlanışındaki sistemi anlamaya yönelik olarak, analitik inceleme, bilgi toplama ve sınırlı denetim ilke ve kurallarının gerektirdiği çeşitli denetim tekniklerinin uygulanmasından oluşmuştur. Bu nedenle raporumuzun yıllık bağımsız denetim raporlarından farklı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

2. Bu çerçevede, Fon portföyünün değerlendirilmesi, Fon'un net varlık değerinin ve birim pay değerinin hesaplanması işlemleri, 28 Şubat 2002 tarihli ve 24681 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik hükümleri ve X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu'nun iç tüzük hükümlerine uygunluk arz etmediğine; söz konusu ara dönem mali tabloların, bütün önemli taraflarıyla, Fon'un 31 Mart 2006 tarihindeki gerçek mali durumunu ve 1 Ocak - 31 Mart 2006 ara hesap dönemine ait gerçek faaliyet sonucunu SPK tarafından yatırım fonları için yayımlanmış genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine (bkz. bilanço dipnotu 1) uygun olarak doğru bir biçimde yansıtmadığına dair önemli bir hususa rastlanmamıştır.

----- Serbest Muhasebeci
Mali Müşavirlik Anonim Şirketi
PricewaterhouseCoopers Üyesidir.

Ad Soyad, SMMM
Sorumlu Ortak, Başdenetçi

İstanbul, 6 Mayıs 2006

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU
31 MART 2006 TARİHLİ BİLANÇOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") olarak ifade edilmiştir.)

Varlıklar	31 Mart 2006	31 Mart 2005
I- Hazır Değerler	439	764
A. Kasa	-	-
B. Bankalar	439	764
C. Diğer Hazır Değerler	-	-
II- Menkul Kıymetler	1.701.890	122.710
A. Hisse Senetleri	1.506.674	106.703
B. Özel Kesim Borçlanma Senetleri	-	-
C. Kamu Kesimi Borçlanma Senetleri	190.210	-
D. Diğer Menkul Kıymetler	5.006	16.007
III- Alacaklar	31.200	168
IV- Diğer Varlıklar	-	-
Varlıklar Toplamı	1.733.529	123.642
Borçlar		
V- Borçlar		
A. Banka Avansları	-	-
B. Banka Kredileri	-	-
C. Fon Yönetim Ücreti	1.494	97
D. Menkul Kıymet Alım Borçları	90.077	9.426
E. Diğer Borçlar	1.785	636
Borçlar Toplamı	93.356	10.159
Net Varlıklar Toplamı	1.640.173	113.483
VI-Fon Toplam Değeri		
A.Fon Payları	1.169.196	121.354
B.Fon Payları Değer Artış/Azalışı	184.951	(6.394)
C.Fon Gelir Gider Farkı	286.026	(1.477)
-Cari Yıl Fon Gelir Gider Farkı	154.406	(1.477)
-Geçmiş Yıllar Fon Gelir Gider Farkı	131.620	-
Fon Toplam Değeri	1.640.173	113.483

* Takip eden dipnotlar bu tabloların ayrılmaz bir parçasıdır.

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU

31 MART 2006 TARİHLİ BİLANÇO DİPNOTLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası (“YTL”) olarak ifade edilmiştir.)

1. Uygulanan muhasebe ilkeleri:

X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu (“Fon”) emeklilik yatırım fonudur. Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) 28 Şubat 2002 tarihli 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik hükümleri ile emeklilik yatırım fonları tarafından mali tablo ve raporların hazırlanıp sunulmasına ilişkin ilke ve kuralları belirlemiştir. Bunun yanı sıra Fon’un mali tablolarının hazırlanışında 28 Şubat 1990 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan, XI/6 numaralı tebliği de dikkate alınmaktadır.

Uygulanan değerlendirme kuralları aşağıdaki gibidir:

- * Değerleme her işgünü itibarıyla yapılır.
- * Portföydeki menkul kıymetlerin değerlemesinde, aşağıda belirtilen esaslar uygulanmıştır:
 - a) Portföye alınan varlıklar alım fiyatlarıyla kayda geçirilir. Yabancı para cinsinden varlıkların alım fiyatı satın alma günündeki yabancı para cinsinden değerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na belirlenen döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle bulunur.
 - b) Alış tarihinden başlamak üzere portföydeki varlıklardan;
 - i) Borsada işlem gören varlıklar değerlendirme gününde borsada oluşan en son seans ağırlıklı ortalama fiyat veya oranlarla değerlendirilir.
 - ii) Değerleme gününde borsada alım satıma konu olmayan hisse senetleri son işlem tarihindeki borsa fiyatıyla, borçlanma araçları, ters repo ve repolar ile borsa para piyasası işlemleri, son işlem günündeki günlük bileşik faiz oranı esas alınarak değerlendirilir.

iii) Portföyde yer alan yabancı para birimine dayalı para ve sermaye piyasası araçları, değerlendirme günü itibariyle oluşan en son fiyatlarının ilgili oldukları yabancı paranın Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz satış kuru ile çarpılması suretiyle değerlendirilir.

c) Yatırım fonu katılma belgeleri, değerlendirme günü itibariyle en son açıklanan fiyatları esas alınarak değerlendirilir.

d) Portföydeki vadeli mevduat, basit faiz oranı kullanılarak tahakkuk eden faizin anaparaya eklenmesi suretiyle değerlendirilir.

Endeks fonların portföylerinde yer alan varlıklardan; baz alınan endeks kapsamında bulunan varlıklar endeksin hesaplanmasında kullanılan esaslar, diğer varlıklar ise birinci fıkranın (b) bendinde belirtilen esaslar çerçevesinde değerlendirilir.

e) Fon portföyüne alınabilecek kıymetlerden Türk Eurobondları, yabancı menkul kıymetler ile döviz cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetlerinin piyasa verilerinin izlenebilmesi için Reuters veri dağıtım firmasından alınan, fon değerlendirme saatinde gerçekleşen en son işleme ilişkin anapara + kupon fiyatı kullanılır.

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU

31 MART 2006 TARİHLİ BİLANÇO DİPNOTLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası (“YTL”) olarak ifade edilmiştir.)

1. Uygulanan muhasebe ilkeleri (Devamı):

f) Yabancı menkul kıymetlerin değerlemesinde yabancı hisse senetleri için ağırlıklı ortalama, yabancı borçlanma senetleri için kapanış fiyatları kullanılır.

g) Eurobondlar için Deutsche Bank kotasyonlarından alış fiyatı kullanılır. Alış kotasyonu bulunmaması durumunda ise son ilan edilen alış kotasyonu üzerinden iç verim hesaplaması yolu ile değerlendirme yapılır.

h) Döviz cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetlerinin değerlendirilmesinde ise bu kıymetlerin İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan ortalama fiyatları, eğer fiyat oluşmamışsa son oluşmuş fiyat üzerinden iç verim hesaplaması yolu ile değerlendirme yapılır.

i) Eurobondlar, yabancı menkul kıymetler ile döviz cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetlerinin fiyatları oluşmakla birlikte, oluşan fiyatın hacmin düşük olması, az sayıda işlem olması gibi nedenlerle atipik olması ve benzeri olağandışı durumlarda da son oluşan fiyat üzerinden iç verim hesaplaması yolu ile değerlendirme yapılır.

- Bir payın alış ve satış değeri, Fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesi ile bulunur.

2. Birim Pay Değeri	31 Mart 2006	0,016388	YTL
	31 Mart 2005	0,009682	YTL
Fon Toplam Değeri	31 Mart 2006	1.640.173	YTL
	31 Mart 2005	113.483	YTL
Dolaşımdaki Pay Sayısı	31 Mart 2006	100.081.332	adet
	31 Mart 2005	11.720.839	adet
3. Çıkarılmış Fon Payları Sayısı	31 Mart 2006	10.000.000.000	adet
	31 Mart 2005	10.000.000.000	adet
Dönem İçinde Satılan Fon Payları Sayısı	31 Mart 2006	21.006.887	adet
	31 Mart 2005	21.732.943	adet
Dönem İçinde Geri Alınan Fon Payları Sayısı	31 Mart 2006	2.525.650	adet
	31 Mart 2005	10.012.104	adet

4. Fon, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 8 Eylül 2003 tarih ve KYD /386 sayılı iznine müteakip Fon İçtüzüğü'nün Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde 10 Eylül 2003 tarihinde ilanı ile kurulmuş olup, süresizdir. Fon'un halka arz edilme tarihi 27 Ekim 2003'tür.
5. Fon'a ait menkul kıymetler IMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ("Takasbank") nezdinde saklamada tutulmaktadır. Fon'a ait olan katılma belgeleri ise Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ("MKK") de müşteri alt hesaplarında saklanmaktadır. Yapılan saklama sözleşmesine istinaden menkul kıymetler Takasbank ve MKK güvencesi altındadır.
6. Bilanço tarihinden sonra ortaya çıkan ve açıklamayı gerektiren husus bulunmamaktadır (31 Mart 2005: Yoktur).
7. Fon portföyünde dövizli menkul kıymet bulunmamaktadır (31 Mart 2005: Yoktur).
8. Fon portföyünde gelir ortaklığı senetleri bulunmamaktadır (31 Mart 2005: Yoktur).
9. Fon, emeklilik yatırım fonu niteliğinde olduğundan gelir vergisi ödeme yükümlülüğü yoktur.

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU
1 OCAK - 31 MART 2006 ARA HESAP DÖNEMİNE AİT GELİR TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") olarak ifade edilmiştir.)

	1 Ocak- 31 Mart 2006	1 Ocak- 31 Mart 2005
I- Fon Gelirleri	196.149	5.234
A. Menkul Kıymetler Portföyünden		
Alman Faiz ve Kâr Payları	9.863	1.463
1. Özel Kesim Menkul Kıymet Faiz ve Kâr Payları	5.350	551
- Hisse Senetleri Kâr Payları	5.350	551
- Borçlanma Senetleri Faizleri	-	-
2. Kamu Kesimi Menkul Kıymet Faiz ve Kâr Payları	4.513	559
3. Diğer Menkul Kıymet Faiz ve Kâr Payları	-	353
B. Menkul Kıymet Satış Kârları	42.062	1.383
1. Özel Kesim Menkul Kıymet Satış Kârları	42.062	1.383
- Hisse Senetleri Satış Kârları	42.062	1.383
- Borçlanma Senetleri Satış Karları	-	-
2. Kamu Kesimi Menkul Kıymet Satış Kârları	-	-
3. Diğer Menkul Kıymet Satış Kârları	-	-
C. Gerçekleşen Değer Artışları	144.224	2.388
D. Diğer Gelirler	-	-
II- Fon Giderleri	41.743	6.711
A. Menkul Kıymet Satış Zararları	7.852	335
1. Özel Kesim Menkul Kıymet Satış Zararları	7.852	335
- Hisse Senetleri Satış Zararları	7.852	335
- Borçlanma Senetleri Satış Zararları	-	-
2. Kamu Kesimi Menkul Kıymet Satış Zararları	-	-
3. Diğer Menkul Kıymet Satış Zararları	-	-
B. Gerçekleşen Değer Azalışları	23.739	1.374
C. Faiz Giderleri	-	3.379
1. Kurucu Avans Faizleri	-	3.379
2. Banka Kredi Faizleri	-	-
D. Diğer Giderler	10.152	1.623
1. İhraç İzni Ücreti	-	-
2. İlan Giderleri	-	-
3. Sigorta Ücretleri	-	-
4. Aracılık Komisyonu Gideri	4.202	675
5. Noter Harç ve Tasdik Ücretleri	91	-
6. Fon Yönetim Ücreti	3.894	114
7. Denetim Ücreti	1.944	636
8. Katılma Belgeleri Basım Gideri	-	-
9. Vergi, Resim, Harç vb. Giderler	-	186
10. Diğer	21	12
III- Fon Gelir Gider Farkı	154.406	(1.477)

* Takip eden dipnotlar bu tabloların ayrılmaz bir parçasıdır.

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU

1 OCAK - 31 MART 2006 ARA HESAP DÖNEMİNE AİT GELİR TABLOSU
DİPNOTLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası (“YTL”) olarak ifade edilmiştir.)

1. Tahsil edilemeyen anapara, faiz ve temettü yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).
2. Dönem içerisinde Fon’un kurucusu X Emeklilik A.Ş.’den avans veya kredi alınmamıştır (31 Mart 2005: Yoktur).
3. Gelir ve gider kalemlerindeki %25’in üzerindeki değişiklikler: Gelirlerdeki artışın nedeni, emeklilik fonlarına olan talebin artması dolayısıyla, emeklilik fonu portföyünün buna paralel olarak büyümesidir. Giderlerdeki artışın nedeni, emeklilik fonu portföyü üzerinden ödenen giderlerin portföyün büyümesiyle orantılı olarak artmasıdır.
4. Fon, Yönetici’ye hergün için fon toplam değerinin toplam yüzbinde 2,75’i tutarında yönetim ücreti tahakkuk ettirmektedir (31 Mart 2005: yüzbinde 2.75). Ayrıca 7 Şubat 2006 tarihinden itibaren hisse senetleri alım satım işlemleri üzerinden Aracı Kurum’a ödenen binde 2 olan komisyon oranı binde 1.00, sabit getirili menkul kıymet işlemleri üzerinden ödenen yüzbinde 3,5 olan komisyon oranı yüzbinde 2,25, gecelik repo işlemleri üzerinden ödenen yüzbinde 2 olan komisyon oranı yüzbinde 1.13, vadeli repo işlemleri üzerinden ödenen yüzbinde 6 olan komisyon oranı yüzbinde 4.5 ve borsa para piyasası işlemleri üzerinden ödenen yüzbinde 3 olan aracılık komisyonu yüzbinde 2.2 olarak değiştirilmiştir.
5. 31 Mart 2006 tarihi itibarıyla mali tablolarda döneme ait tahakkuk ettirilmemiş denetim ücreti bulunmamaktadır (31 Mart 2005: Yoktur).

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU

**31 MART 2006 TARİHLİ
FON PORTFÖY DEĞERİ TABLOSU**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") olarak ifade edilmiştir.)

	Para Birimi	31 Mart 2006		
		Nominal Değer	Rayiç Değer	
			YTL	%
Hisse Senedi	YTL	214.431	1.506.674	88,53
Ters Repo	YTL	242.985	190.210	11,18
Borsa Para Piyasası	YTL	-	5.006	0,29
Fon Portföy Değeri		457.416	1.701.890	100,00

	Para Birimi	31 Mart 2005		
		Nominal Değer	Rayiç Değer	
			YTL	%
Hisse Senedi	YTL	20.158	106.703	86,96
Ters Repo	-	-	-	-
Borsa Para Piyasası	YTL	-	16.007	13,04
Fon Portföy Değeri		20.158	122.710	100,00

Dipnotlar:

1. İmtiyazlı hisse senedi yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).
2. Alınan bedelsiz hisse senedi yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).
3. İhraç edilen menkul kıymetin toplam tutarının % 10'unu aşan kısmı yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).
4. Menkul Kıymet Borsası'na kote edilmemiş menkul kıymet yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU

31 MART 2006 TARİHLİ
NET VARLIK DEĞERİ TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") olarak ifade edilmiştir.)

	31 Mart 2006		31 Mart 2005	
	Tutar	%	Tutar	%
Fon Portföy Değeri	1.701.890	103,76	122.710	108,13
Hazır Değerler	439	0,03	764	0,67
Alacaklar	31.200	1,90	168	0,15
Diğer Varlıklar	-	-	-	-
Borçlar	(93.356)	(5,69)	(10.159)	(8,95)
Net Varlık Değeri	1.640.173	100,00	113.483	100,00

Dipnotlar:

1. Fon'un şüpheli alacağı yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).
2. Net varlık değeri tablosunda açıklananlar dışında fon toplam değerinin %5'inden fazla tutarda diğer varlık yoktur (31 Mart 2005: Yoktur).

X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ
EMEKLİLİK YATIRIM FONU

1 OCAK - 31 MART 2006 ARA HESAP
DÖNEMİNE AİT PERFORMANS SUNUŞ RAPORU
VE YATIRIM PERFORMANSI KONUSUNDA
SUNULAN BİLGİLERE İLİŞKİN
ÖZEL UYGUNLUK RAPORU

-----Serbest Muhasebeci
Mali Müşavirlik A.Ş.
PricewaterhouseCoopers Üyesidir.

No:--- E Blok Kat -
34357 İstanbul-Turkey
www.pwc.com/tr
Tel. no.-----
Faks -----

**X EMEKLİLİK A.Ş.
BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ
EMEKLİLİK YATIRIM FONU'NUN**

**1 OCAK - 31 MART 2006 TARİHİNDE SONA EREN ARA HESAP DÖNEMİNE
AİT YATIRIM PERFORMANSI KONUSUNDA SUNULAN BİLGİLERE
İLİŞKİN ÖZEL UYGUNLUK RAPORU**

1. X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu'nun ("Fon") 31 Mart 2006 tarihi itibariyle düzenlenmiş bilançosunu, fon portföy değeri ve net varlık değeri tabloları ile bu tarihte sona eren ara hesap dönemine ait gelir tablosunu Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yayımlanan sınırlı denetim ilke ve kurallarına göre incelemiş ve bu mali tablolara ilişkin 5 Mayıs 2006 sınırlı denetim raporumuzu sunmuş bulunmaktayız. Söz konusu mali tablolar üzerinde yaptığımız sınırlı denetim çalışmalarına ek olarak Fon tarafından SPK'nın Seri: V, No: 60 sayılı Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ("Tebliğ") hükümleri uyarınca hazırlanan ilişikteki performans sunuş raporunu ("Rapor") Tebliğ'in performans sunumuna ilişkin hükümleri çerçevesinde incelemiş bulunuyoruz. Bu performans sunuş raporunun Tebliğ hükümlerine göre hazırlanması sorumluluğu Fon Kurulu'na aittir.
2. İncelememiz, yukarıda birinci paragrafta açıklandığı üzere, performans sunuş raporunun Tebliğ'in performans sunumuna ilişkin hükümlerine uygun olarak hazırlanıp hazırlanmadığının tespitiyle sınırlıdır.
3. Yapmış olduğumuz inceleme neticesinde, X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu'nun yukarıda belirtilen döneme ait performans sunuşu raporunun Tebliğ'in performans sunumuna ilişkin hükümlerine uygun olarak düzenlemediğine dair önemli bir istisnai hususa rastlanmamıştır.
4. İncelememiz sadece 1 Ocak - 31 Mart 2006 dönemine ait performans sunuşunu kapsamaktadır. Bunun dışında kalan dönemler için inceleme yapılmamıştır.

Aşağıdaki hususa ayrıca dikkat çekilmektedir:

5. 31 Mart 2006 tarihi itibariyle hazırlanan ilişikteki performans sunuş raporunda karşılaştırma ölçütü hesaplamalarında gelir vergisi stopajı sonrası getiri

üzerinden belirlenen KYD O/N Repo (Net)Endeksi (“net repo endeksi”) kullanılmıştır. Bununla birlikte, yeni Gelir Vergisi Kanunu uyarınca 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren Fon’un repo işlemleri üzerinden gelir vergisi stopajı ödeme yükümlülüğü kalkmıştır. İlişikteki performans sunum tablosunda Fon’un net repo endeksi yerine brüt repo endeksi kullanıldığında hesaplanan hedeflenen karşılaştırma ölçütü getirisi ayrıca açıklanmıştır.

----- Serbest Muhasebeci
Mali Müşavirlik Anonim Şirketi
PricewaterhouseCoopers Üyesidir.

Ad Soyad, SMMM
Sorumlu Ortak, Başdenetçi
İstanbul, 6 Mayıs 2006

**X EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK
YATIRIM FONU PERFORMANS SUNUŞ RAPORU**

A. TANITICI BİLGİLER

PORTFÖYE BAKIŞ Halka arz tarihi: 22 Şubat 2005		YATIRIM VE YÖNETİME İLİŞKİN BİLGİLER	
31 Mart 2006 tarihi itibarıyla		Fonun Yatırım Amacı	Portföy Yöneticileri
Fon Toplam Değeri	1.640.172 YTL	Geniş kapsamda kabul edilen hedef Türk hisse senedi piyasasının performansına paralel getirinin sağlanması ve hisse senedi piyasasında işlem gören menkul kıymetlere yatırım yaparak sermaye kazancı elde edilmesidir. X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu ("Fon") ortalama %90 İMKB 100 endeksi hisse senetleri (İMKB 100 ENDEKS) ve %10 ters repodan (KYD ON Net) oluşan bir portföyün orta vadeli getirisini kriter almakta ve bunun üzerindeki getiriyi hedeflemektedir.	AD SOYAD A--- Y---- B--- Y---- C--- K--- H--- M--- O--- G--
Birim Pay Değeri	0,016388 YTL		
Yatırımcı Sayısı	3.087		
Tedavül Oranı %	% 1,00		
Portföy Dağılımı		Yatırım Stratejisi	
Hisse Senetleri	% 88,53	X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu; fon portföyünün minimum %80'lik kısmını hisse senedi yatırımlarına yönlendirir. Mevzuat gereği, X Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu; fon portföyünün minimum %80'lik kısmını hisse senedi yatırımlarına yönlendirmek zorundadır. Yüksek oranda odaklandığı yatırım aracına yönelen fon portföyünün küçük bir kısmıyla da nakit eşdeğeri enstrümanlara yatırım yapılır. Nakit eşdeğeri yatırım araçlarına yönlendirilen kısım fon katılım payı geri dönüşlerinin karşılanmasında ve piyasalarda oluşacak fırsatların değerlendirile-bilmesi noktasında imkân sağlar. Fon, ülkemizin halka açık en büyük şirketlerini kapsayan İMKB Ulusal 100 Endeksi getirisine paralel performansı hedefler. Orta – uzun vadeli dönemde ülkenin büyüme potansiyeline paralel hisse senedi piyasasındaki reel getirinin fon reel getirisine dönüşmesi amacıyla hareket eder.	
Dev. Tah./ Haz.Bonosu	–		
Ters Repo	% 11,18		
BPP İşlemleri	%0,29		
Mevduat	–		

Yabancı Men. Kıymet	-	Fon, minimum %80 hisse senedi yatırımı zorunluluğunu sağlamak koşuluyla piyasa yönüne ilişkin beklentiler ışığında hisse senedi pozisyonunu ayarlar.Fonun hisse senedi pozisyonu %80-%100 aralığında dalgalanabilir. Ekonomik, finansal ve piyasa koşullarının analizi bu noktada alınan kararlarda etkilidir.	
		En Az Alınabilir Pay Adeti: 0,001 Adet	

**X EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK
YATIRIM FONU PERFORMANS SUNUŞ RAPORU**

A. TANITICI BİLGİLER (Devam)

Hisse Senetlerinin Sektörel Dağılımı		Yatırım Riskleri
Mali Kuruluşlar	52,01%	<p>Hisse senedi piyasa riski fonun karşılaşılabileceği en önemli risk unsurudur. Hisse senedi piyasasının yukarı veya aşağı yönlü sert hareketlerine paralel fon fiyatında da yukarı veya aşağı yönlü sert hareketler yaşanabilir. Fon hedef varlık dağılımında hisse senedi payı %90 düzeyindedir. Ancak yönetim limitleri çerçevesinde bu oranın %80-%100 aralığında hareketi mümkündür. Fon hisse senedi oranının limitler dahilinde aktif olarak yönetilmesi ile hisse senedi piyasa riskinin fon fiyatı üzerindeki olumsuz etkileri düşürülmektedir.</p> <p>Aktif yönetim riski bir diğer risk unsurudur. Aktif yönetim esnasında portföy yöneticisi tarafından kullanılan yöntemlerin doğruluğu garanti edilemez. Bu noktada kullanılan genel kabul görmüş, geçmiş performansı test edilmiş yöntemler aktif yönetimin başarı oranını yükseltmektedir.</p> <p>Enflasyon riski fonun maruz kalabileceği bir diğer risk unsurudur. Fon getirisi belli dönemlerde enflasyonun altında kalabilir. Fon hisse senedi piyasasına yaptığı yatırımlarla orta ve uzun vadede reel getirisini enflasyon riskine karşı oldukça güçlendirmektedir.</p>
Taş Toprağa Dayalı	1,91%	
Ulaştırma Haberleşme Depo	2,11%	
Kağıt	4,37%	
Demir-Çelik- Döküm-Metal	3,83%	
Perakende Ticaret	4,89%	
Lastik Kauçuk Kimya	11,60%	
Metal Eşya Makine	11,14%	

**X EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK
YATIRIM FONU PERFORMANS SUNUŞ RAPORU**

B. PERFORMANS BİLGİSİ

PERFORMANS BİLGİSİ									
YILLAR	Toplam Getiri (%)	Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi (%)	Enflasyon Oranı (TÜFE)%	Portföy Sayısı	Portföyün veya Portföy Grubunun Zaman İçinde Standart Sapması (**) (%)	Karşılaştırma Ölçütünün Standart Sapması (**)	Sunuma Dahil Dönem Sonu Portföy veya Portföy Grubunun Net Varlık Değeri (bin YTL)	Sunuma Dahil Portföy veya Portföy Grubunun İçindeki Oranı %	Yönetilen Tüm Portföyler Tutarı (***) (milyon YTL)
1.yıl (Fon 22 Şubat 2005 tarihinde halka arz edilmiştir.) ****	43,97	45,33	2,97	-	1,37	1,40	1,190	0,03	4.028
2.yıl / 3 aylık *	12,35	7,38 ¹	2,48	-	1,66	1,64	1.640	0,04	4.311
3.yıl									
4.yıl									
5.yıl									
6.yıl									

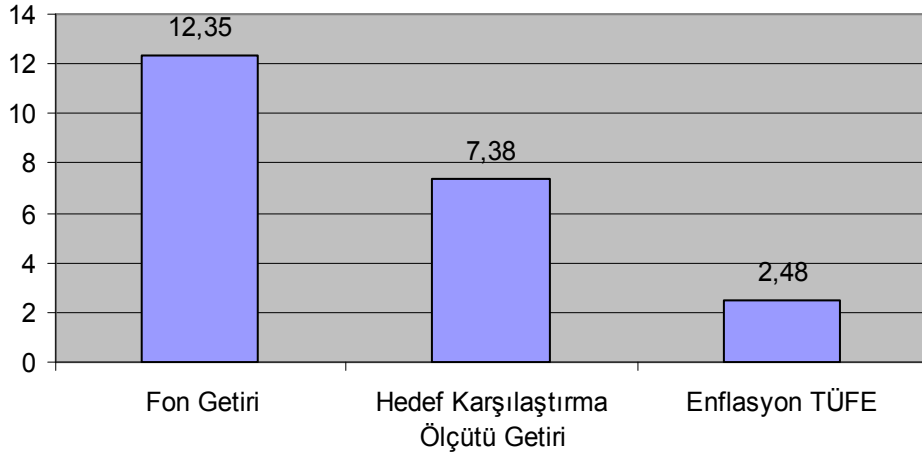
* 31 Mart 2006 tarihinde sona eren döneme aittir.

** Portföyün ve karşılaştırma ölçütünün standart sapması dönemdeki günlük getiriler üzerinden hesaplanmıştır.

*** Portföy Yöneticisi Ak Portföy Yönetimi A.Ş.'dir. Mevcut rakam Ak Portföy Yönetimi A.Ş.'nin yönettiği toplam portföylerin 31 Mart 2006 tarihi itibarıyla toplam büyüklüğünü göstermektedir.

**** 22 Şubat – 31 Aralık 2005 dönemine aittir.

GRAFİK



GEÇMİŞ GETİRİLER GELECEK DÖNEM PERFORMANSI İÇİN BİR GÖSTERGE SAYILMAZ

¹ Karşılaştırma Ölçütü'nün Getirisi ile İlgili Açıklama:

Karşılaştırma ölçütü hesaplamalarında gelir vergisi stopajı sonrası getiri üzerinden belirlenen KYD O/N Repo (Net) Endeksi ("net repo endeksi") Fon izahnamesine uygun olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte, yeni Gelir Vergisi Kanunu uyarınca 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren Fon'un repo işlemleri üzerinden gelir vergisi stopajı ödeme yükümlülüğü kalkmıştır. Fon'un net repo endeksi kullanıldığında %..... olan hedeflenen karşılaştırma ölçütü getirisi, brüt repo endeksi kullanıldığında %..... olarak hesaplanmaktadır.

**X EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK
YATIRIM FONU PERFORMANS SUNUŞ RAPORU**

C. DİPNOTLAR

- 1) Fon ortalama %90 İMKB 100 endeks hisse senetleri (İMKB 100 ENDEKS, %80-100 yatırım stratejisi bant aralığı) ve %10 ters repodan (KYD ON Net, %0-20 yatırım stratejisi bant aralığı) oluşan bir portföyün orta vadeli getirisini kriter almakta ve bunun üzerindeki getiriye hedeflemektedir (B. Performans Bilgisi Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi ile İlgili Açıklama).

31 Mart 2006 tarihinde sona eren dönemde Fon'un hedeflenen karşılaştırma ölçütünde yer alan yatırım enstrümanları aşağıdaki getirileri sağlamıştır.

KYD ON Net : %2,86

İMKB 100 : %7,88

Sözkonusu enstrüman dönem getirilerinden hareketle karşılaştırma ölçütü getirileri hesaplanmıştır. Hedeflenen karşılaştırma ölçütünün hesaplanmasında hedef portföy dağılım oranlarından hareket edilmiştir. Gerçekleşen karşılaştırma ölçütü hesaplamasında ise 31 Mart 2006 tarihli portföy dağılımı baz alınmıştır.

31 Mart 2006 tarihinde sona eren dönemde; Gerçekleşen Getiri : %12,35

Gerçekleşen Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi : %7,30

Hedeflenen Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi : %7,38

Nispi Getiri : %4,98

Nispi Getiri = [Gerçekleşen Getiri- Gerçekleşen Karşılaştırma Ölçütünü Getirisi]+[Gerçekleşen Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi -Hedeflenen Karşılaştırma Ölçütünün Getirisi]

- 2) Fon portföy yönetimi hizmeti X Portföy Yönetimi A.Ş. ("Şirket") tarafından verilmektedir. Şirket X T.A.Ş.'nin %99,99 oranında iştirakidir. Şirket X T.A.Ş., X Yatırım Menkul Değerler A.Ş., X Emeklilik A.Ş.'ye ait toplam 23 adet yatırım fonunun ve X Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin portföy yönetimini gerçekleştirmektedir. Yönetilen toplam portföy büyüklüğü 4,31 milyar YTL düzeyindedir.
- 3) Fon portföyünün yatırım amacı, stratejisi ve yatırım riskleri "1. Tanıtıcı Bilgiler" bölümünde belirtilmiştir.
- 4) Fon, 31 Mart 2006 tarihinde sona eren dönemde fon net %12,35 getiri sağlamıştır.
- 5) Yönetim ücretleri, vergi, saklama ücretleri ve diğer faaliyet giderlerinin günlük brüt varlık değerlere oranının ağırlıklı ortalaması aşağıdaki gibidir.

31 Mart 2006 tarihinde sona eren dönemde; Toplam Giderler: 10.151 YTL

Ortalama Fon Portföy Değeri: 1.556.007 YTL

Toplam Giderler / Ortalama Fon Portföy Değeri : %0,65

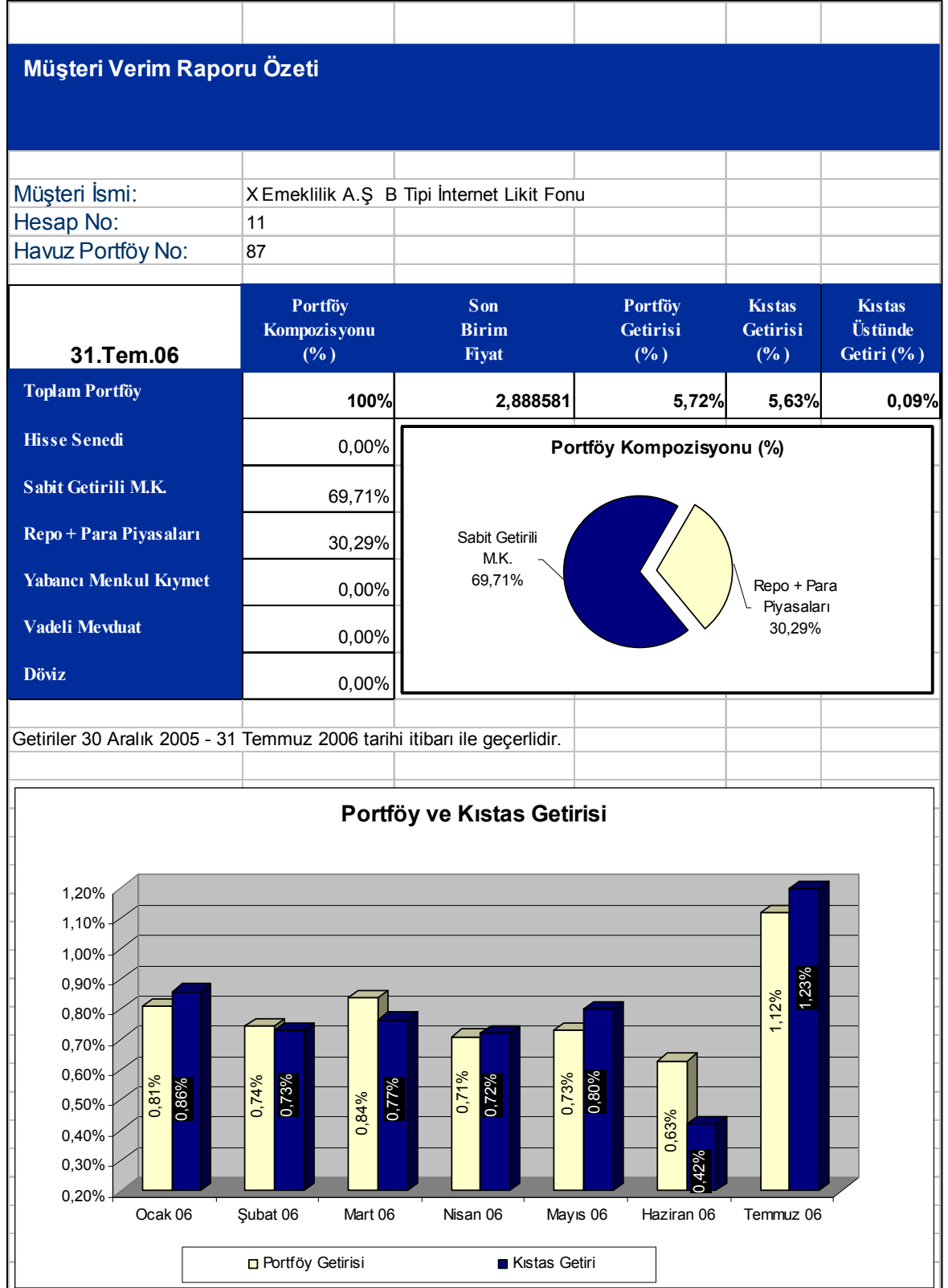
- 6) Performans sunum döneminde fona ilişkin yatırım stratejisi değişikliği yapılmamıştır.
- 7) Hedeflenen karşılaştırma ölçütü portföyü yansıtmaktadır.

- 8) Emeklilik yatırım fonlarının portföy işletmesinden doğan kazançları kurumlar vergisi ve stopajdan muafır.
- 9) Portföy grubu içerisinde yer alan portföylerin asgari ve azami büyüklükleri geçerli değildir.
- 10) Portföy sayısı: Geçerli değildir.
- 11) Yönetim ücretleri, vergi, saklama ücretleri ve diğer faaliyet giderlerinin günlük brüt varlık değerlere oranının ağırlıklı ortalaması: 5 Nolu dipnotta sunulmuştur.

D. İLAVE BİLGİLER VE AÇIKLAMALAR

- 1) 2006 yılının ilk çeyrek dönemine ait rapor sunulmakta olup Fon'un geçmiş çeyrek dönemlerine ilişkin performans bilgileri mevcut değildir.
- 2) 31 Mart 2006 tarihinde sona eren dönemde portföy strateji değişikliği yoktur.
- 3) Performans bilgisi tablosunda rapor dönemi portföy ve karşılaştırma ölçütü standart sapmasına (günlük verilerden hareketle hesaplanmıştır) yer verilmiştir.
- 4) Fon'un halka arzından itibaren yeterli süre geçmemesi nedeniyle geçmiş yıllara ait veriler yıllık standart sapmanın hesaplanabilmesi için yeterli değildir.

Ayrıca var olan, ya da olası bir müşterinin isteği üzerine firmanın her zaman düzenleyip sunabileceği veya web sitelerinde yayımlayabileceği müşteri verim raporu örneği grafik olarak aşağıda verilmiştir.



EK:2**ANKET FORMU**

Sayın, Portföy Yöneticisi,

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim dalında doktora tez çalışması yapmaktayım.

Bilindiği gibi, Amerikan Yatırım Yönetimi Derneği (AIMR), yönettiğiniz portföylerin yatırım performansı sonuçlarının tüm yatırımcı ve müşterilere gösterilmesi hususunda Global Yatırım Performans Standartları (GIPS) olarak adlandırılan uluslararası standartlar oluşumunu benimsemiştir. Yapmakta olduğum Doktora Tez çalışması ile Türkiye'deki firmaların, GIPS standartlarına ne derecede uygunluk sağladıklarına ilişkin durum tespitine yönelik bilgilerin üretilmesi amaçlanmaktadır. Bu bilgilerin üretilmesine esas olarak sorularımız aşağıdaki anket formunda yer almaktadır. Aşağıdaki sorulara vereceğiniz yanıtlar hiçbir biçimde doktora tezi çalışmamın kapsamı ve ilgi alanı dışında kullanılmayacak, konuyla ilgisi olmayan kişilerle paylaşılmayacaktır. Araştırmamın başarısı, verilen soruları doğru ve eksiksiz cevaplandırmak için ayıracağınız değerli zamanınıza ve içten katılımınıza bağlıdır. İlginiz ve katılımınız için şimdiden çok teşekkür ederim.

Saygılarıyla,

Nuray İslatince, Öğretim Görevlisi

Aşağıdaki sorularıboşluklara istenen bilgiyi yazarak, () x işareti koyarak anıtlayınız.

1. İşyerindeki unvanınız:
2. İletişim için (Varsa E-posta adresiniz yoksa açık adresiniz):.....
3. Portföy yönetim şirketinizin ticaret unvanı:.....
4. Şirketinizin verilen graplardan hangisinde yer aldığını lütfen işaretleyiniz.

- Bağımsız Yatırım Danışmanlığı
- Bir Bankanın Yan Kuruluşu
- Bir Sigorta Şirketinin Yan Kuruluşu
- Ayrı Bir İş Birimi
- Birden Fazla Şirketi Olan Bir Organizasyonun Parçası
- Diğer 'Lütfen Belirtiniz'

5. “Portföy performansının genel kabul görmüş ölçütler çerçevesinde tespit edilerek, örnek standartlar ile yatırımcıya ve kamuya dönemsel olarak açıklanması portföy yönetiminin nispi başarısı hakkında yatırımcılara ve diğer piyasa katılımcılarına nesnel bir ölçüt sunmaktadır” görüşüne ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

- 1() Hiç Katılmıyorum
- 2()
- 3()
- 4()
- 5() Kesinlikle katılıyorum

BÖLÜM 1- VERİ GİRİŞİ SORULARI

6. Şirketinizle ilgili performans ölçümüne ilişkin tarihsel kayıtlara sahip misiniz?

- Evet Bu konuda dizinleme çalışması düzenli yapılmaktadır ve kayıtlara istendiğinde kolaylıkla ulaşılabilir. (Kayıtların güvenilirliğine yönelik arşivleme bilgisayar ortamında mı, manuel olarak mı yapılıyor sorusu yöneltilebilir)
- Evet Bu konuda düzenli olmasa da kayıtlara ulaşılabilir.
- Hayır

7. Aşağıdaki portföy değerlendirme yöntemlerinden hangisini kullanıyorsunuz?

- Piyasa Değeri
- Net Defter Değeri
- Diğer (Belirtiniz.....)

8. “1 Ocak 2010 da başlayacak dönemler için GIPS standartları firmaların portföylerini ayın en son iş günü veya takvim yılının en son ayında değerlendirilmesini gerektirmektedir.” gerekliliğe ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle Katılıyorum

9. Sabit getirili menkul kıymetler ve faiz gelirinin tahakkuk ettirilmesini gerektiren diğer varlık unsurları için hangi muhasebe sistemini kullanıyorsunuz?

- Tahakkuk muhasebesi (Neden kullanmayı tercih ediyorsunuz)
- Nakit esaslı muhasebe
- Diğer (Belirtiniz.....)

10. 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren oluşturduğunuz portföy gruplarının yıllık dönem başı ve dönem sonu değerlendirme tarihleri tutar lıdır?

Evet

Hayır

11. “Ocak 2001 tarihinden önceki dönemler için portföylerin en azından 3 aylık değerlendirilmesi gereklidir.” Buna uygun verileriniz bulunmakta mıdır?

Evet

Hayır

12. “1 Ocak 2005 de başlayan dönemler için firmalar portföyde işlemlerini alım satım tarihinde muhasebeleştirmeleri gereklidir.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle Katılıyorum

BÖLÜM 2- PORFÖY GRUPLARININ OLUŞTURULMASI

13. “Portföy grubu oluşturulurken yatırım yöneticisinin kontrolü altında olan ve ücret ödenen bütün portföyler, benzer yatırım amaç ve stratejilerine göre tanımlanmış en az bir portföy grubuna dahil edilmesi gereklidir.” Gerekliliğe ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle Katılıyorum

Eğer cevabınız Kesinlikle katılıyorum ise lütfen size ne tür faydalar sağladığını belirtiniz.

.....

14. Mevcut müşterinizin kontrolünüz altındaki portföyler konusunda belgelendirilmiş kısıtlamaları, firmanızın kârını etkiliyorsa, bu portföyü kontrol

altında olmayan portföy olarak değerlendirip portföy grubunuzdan çıkarıyor musunuz?

Evet

Hayır

15. Portföy grupları oluşturulurken yatırım stratejisini ve amacını doğru olarak belirlemek amacıyla aşağıdaki etkenlerden hangisini göz önünde bulunduruyorsunuz? (Gerekli ise birden fazla seçeneği işaretleyebilirsiniz.)

Firmanın amacına uygun portföy gruplarına dahil ettiği portföyler üzerinde tam hakimiyet sağlama yeteneği

Müşterinin özelliklerinin dikkate alınması (vergi statüleri, nakit giriş-çıkışlarının zamanlı ve tutarlı olup olmadığı vb.)

Diğer (Belirtiniz.....)

16. Yeni bir portföyü firma yönetiminize girdikten sonra ne zaman portföy gruplarına dahil ediyorsunuz?

Kontrol altına girdikten sonra takip eden yeni performans ölçüm döneminde (en az 3 ayda bir)

Firmanız tarafından belirlenen ve devamlı uygulanan ilkelere göre

Kontrol altına girdikten hemen sonra

Diğer (Belirtiniz.....)

17. “Bir portföyün kapanmış olsa bile portföy yönetim firmasının yönetimi altında olduğu en son tam performans ölçüm dönemine kadar portföy grubunda tutulduktan sonra çıkarılmalıdır. Söz konusu portföylerin süresi dolmadan önceki tüm ölçüm dönemleri portföy gruplarının performans ölçümüne dahil edilmesi gereklidir.” Gerekliliğe ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1) Hiç Katılmıyorum

2)

3)

4)

5) Kesinlikle katılıyorum

18. Bir portföy grubundan diğerine portföyleri aktarıyor musunuz? (Yanıtınız evet ise, 19. Soruyu Geçiniz.)

Evet

Hayır

19. “Müşteri talimatı ve belgelendirilmiş portföy grupları arasında değişikliğin meydana gelmesi halinde firma halen mevcut olan portföy grubunu tarihi verileri ile muhafaza ederken, yeni portföy grubunun hiçbir tarihi verisi olmayacaktır. Standartlar bu konuda gruplar arası bir transfer olması halinde portföy grubunun yeniden tanımlanmasını gerekli kılmaktadır.” gerekliliğe ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

20. Değiştirilebilir tahvillerin yönetici ve müşteri arasında söz konusu menkul kıymetlerin sabit getirili menkul kıymetler içinde değerlendirilmesine ilişkin başka bir anlaşma yoksa, normal olarak hisse senedi performansı içinde değerlendiriyor musunuz ve hisse senedi grubundan sabit getirili menkul kıymet grubuna bir kaydırma olacaksa bunu müşteriye bildiriyor musunuz? (Talimatlar belgelendirmenin yapılabilmesi için yazılı mı alınmaktadır.)

Evet

Hayır

21. Kendi nakit dağıtımı ve para yönetimi olan ve ayrı varlıklar olarak yönetilen alt portföy sınıfı (carve-out) olarak bağımsız portföy grupları oluşturuyor musunuz?

Evet

Hayır

BÖLÜM 3- SUNUM VE RAPORLAMA

22. “GIPS gerekliliklerini taşıyan en az 5 yıllık performans kayıtlarının (eğer firmanın kuruluşu ya da portföy grubunun oluşturulması 5 yıldan daha az ise firmanın kuruluş tarihinden veya portföy grubunun oluşturulduğu tarihten itibaren dönemlerin kayıtları) sunulması gereklidir. Bu 5 yıllık performans sunumundan sonra 10 yıla ulaşıncaya kadar her yılın performansını ek olarak sunmalıdır.” Gerekliliğe ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

23. Bütün yıllar için yıllık getirilerinizi sunuyor musunuz? (Bunu yaparken hangi iletişim araçlarını kullanıyorsunuz. Web sitesi, basın gibi)

() Evet

() Hayır

24. Portföy grubunuz beşten fazla portföyden oluşuyorsa, portföy grubunda temsil edilen firma toplam varlıklarının yüzdesi ya da her yılın dönem sonundaki toplam firma varlıklarının tutarını ve portföy sayısını sunuyor musunuz?

() Evet

() Hayır

25. Portföy gruplarının hangi tarihte oluşturulduğunu belirtiyor musunuz?

() Evet

() Hayır

26. “GIPS standartları firmaların uyumsuz oldukları dönemlere ilişkin performanslarını -GIPS standartlarının kamunun aydınlatılması gerekliliklerini yerine getirirlerse-GIPS ile uyumlu olmadıkları dönemlerdeki getirilerini uyum sağladıkları dönemle ilişkilendirebilirler. Ancak firmalar 1 Ocak 2000’den sonraki dönemler için sadece uyumlu oldukları dönemlerin getirilerini sunabilirler” gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

27. GIPS standartlarına uyum sağladıktan sonra firmanız başka bir firmayla birleşti mi veya iştiraki haline getirdi mi? (Cevabınız hayır ise 10. Soruya geçiniz.)

() Evet

() Hayır

28. “Önemli yatırım kararlarının alınmasından sorumlu olacak kişiler yeni firma tarafından belirlenir.” Gerekliliğine ilişkin tutunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

29. “Yatırım karar verme süreci ve personel yeni firmada tam ve bağımsız olarak yer alırlar.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

30. “Yeni firma eski firmadan sağlanan performans sonuçlarını yeni firmanın performans kayıtlarıyla ilişkilendirerek açıklamalıdır.” gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.(...)

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

31. “Oluşturulan portföy grubunun yatırım stratejisini veya portföy grubunu tanımlayan uygun bir karşılaştırma ölçütü belirlenmelidir.”gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum (Genellikle karşılaştırma ölçütü olarak neyi benimsiyorsunuz? Piyasa endeksleri, karşılaştırma ölçütü olarak kabul edilen diğer portföyler gibi ve eğer karşılaştırma ölçütü bulamadıysanız bunu nedeni ile birlikte açıklıyorsunuzuz)

32. “Eğer herkes tarafından kabul edilen bir karşılaştırma ölçütü veya çeşitli karşılaştırma ölçütlerinden oluşan bir bileşim kullanıldıysa firma karşılaştırma ölçütünü nasıl belirlediğini ve yeniden dengeleme sürecini açıklamalıdır.Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

BÖLÜM 4- KAMUYU AYDINLATMA

33. “Portföy yönetim hizmet kalitesini tanımlayan finansal ölçüm sonuçlarının belli aralıklarla kamuya açıklanması açıklanmaması durumuna göre rekabet üstünlüğü sağlar” görüşüne ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

34. “Firmanın büyüklüğü, yapısı, toplam varlıkları ve ürün arzıyla birlikte hukuksal, mevzuata ilişkin konularında göz önünde bulundurulduğu firm-wide esasına dayandırılarak firmanın tanımı yapılmalıdır.”Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz. (Firm wide, firma büyüklüğünün gerektiği gibi açıklanmasıdır. Ne reel büyüklüğünden geniş kapsamlı ne de dar kapsamlı olmalıdır.)

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

35. Portföyün ilgili portföy grubuna dahil edilmesindeki firma stratejisi ile portföy gruplarının geçmiş performanslarına ilişkin bilgileri açıklıyor musunuz?

() Evet

() Hayır

36. “Firma tarafından portföye ilişkin minimum varlık seviyesi (asgari portföy büyüklüğü) belirlendikten sonra, herhangi bir portföy grubunda içerilmeyen minimum varlık seviyesi altındaki portföyleri firma açıklamalıdır. Firmalar minimum varlık seviyesindeki herhangi bir değişikliği de açıklamalıdır.”Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

37. “Firmalar, kaldıraç veya türev ürünlerin kullanılıp kullanılmadığını, kullanım sıklığını ve kapsamını açıklamalıdır. Bu açıklamalar riski tanımlama araçlarının nasıl kullanıldığını, kullanım sıklığını ve özelliklerini de içermelidir.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

38. Performans sonuçlarının yatırım yönetimi ücretine göre net veya brüt üzerinden mi hesaplandığını ve firmanızın ücret cetvelini açıklıyor musunuz?

() Evet

() Hayır

39. Karşılaştırma ölçütü ve portföy grupları arasında ve portföy grubunda içerilen portföyler arasında kullanılan döviz kurlarındaki tutarsızlıkları tanımlıyor ve açıklıyor musunuz?

() Evet

() Hayır

40. GIPS gereklilikleriyle yerel yasa ve düzenlemeler arasında uyumsuzluk varsa bu gerçeği ve GIPS standartları ile yerel düzenlemeler ve yasalarla uyuşmamasına neden olan tutumları açıklıyor musunuz?

() Evet

() Hayır

41. “GIPS standartlarıyla uyumsuz olarak 1 Ocak 2000 den önceki dönemler için performans sunumu söz konusuysa, firmalar GIPS’ e uyumsuz dönemleri ve GIPS standartlarına uyumsuz sunumun nasıl yapıldığını açıklamalıdır.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

42. Yatırım yönetim kontrolünüzde olan portföy grubu paket ücretli portföylerden oluşuyorsa, paket ücrete dahil olan ücretleri detaylı olarak açıklıyor musunuz?

() Evet (Paket ücretinize neler dahil? Yönetim ücreti, danışmanlık ücreti,saklama,vergi vs.)

() Hayır

43. Getirinin hesaplanması ve raporlanmasına ilişkin politikalarınızı istenildiği anda ilave bilgi olarak açıklayabilir misiniz?

() Evet

() Hayır

44. “Firmalar portföy grupları tanımlamalarını ve firma tanımının yeniden yapılması halinde, tanımlamanın neden yeniden yapıldığı ve tarihi açıklanmalıdır.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

45. “Firma yönetimi altındaki portföy gruplarını yeniden tanımlarsa, firma değişikliğinin içeriğini ve tarihini açıklamalıdır. Portföy gruplarında geriye

dönük değişiklik yapılmasına izin verilmez.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

46. “Firma, portföy grubunun adında bir değişiklik olduysa bunu açıklamalıdır.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

47. Portföy grubu oluşturulduğu tarihi açıklıyor musunuz?

() Evet

() Hayır

BÖLÜM 5- DENETLEME

48. Firmanızın performans ölçüm işlemlerinin ve yöntemlerinin bağımsız üçüncü taraf olarak yeniden gözden geçirilmesine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

1() Hiç Katılmıyorum

2()

3()

4()

5() Kesinlikle katılıyorum

49. Firmanız hakkında yeterli bilgiyi sağlayacak firmanız yatırım performans raporlarından örnekleri ve firmayla ilgili diğer bazı bilgileri denetçiye veriyor musunuz?

Evet

Hayır

50. Bağımsız 3.taraf denetçilerin, GIPS standartlarının tavsiyelerini ve gerekliliklerinin tamamını biliyor olması ve herhangi bir güncelleştirme içeriğini, raporları, hesap özetlerini, yorumları ve GIPS elkitabı gibi yardımcı olacak materyalleri çok iyi anlamış olması firmanız açısından önemlidir?

Evet (Denetçilerin bu bilgilere sahip olup olmadığını nasıl teyit ediyorsunuz)

Hayır

51. Bir şirketin bağımsız denetim gereksinimiyle ilgili bazı düşünceler aşağıda verilmiştir. Bu düşüncelerin her birini ayrı ayrı değerlendiriniz.

	Evete	Hayır
-Yönetime bağımsız bir grubun şirketin performans ölçüm usullerini gözden geçirmesinin rahatlığını verir.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Bağımsız denetim endüstride daha fazla kabul görmektedir ve bir şirketin satış ve pazarlama çabalarına katkıda bulunur.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Şirketin potansiyelinin, var olan müşterilerinin ve davranışlarının neye ihtiyaç duyduğunun değerlendirilmesini sağlar.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
-Şirketin denetiminin piyasada rekabet kapasitesini artırmasına katkıda bulunup bulunmayacağına karar vermesine yardım edebilir.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

52. GIPS standartlarına uyum için düşündüğünüz portföy denetim sıklığını belirtiniz.

Aylık

3 aylık

Yıllık

BÖLÜM 6- HESAPLAMA METODOLOJİSİ

53. Gerçekleşmiş veya gerçekleşmemiş kâr ve zararı ve geliri içeren toplam getiriye kullanıyor musunuz?

- Evet
 Hayır

54. Getiri oranı hesaplanmasında zaman ağırlıklı getiri oranını kullanmayı tercih eder misiniz?

- Evet (Mofiyeye Edilmiş Dietz Modeli, Mofiyeye Edilmiş BAI (Bank Administration Institute), günlük değerlendirme metodu hakkında bilginiz var mı? Bunlardan hangisini kullanıyorsunuz?)
 Hayır
(Cevabınız hayır ise, Lütfen benimsenen yöntemi belirtiniz: ...)

55. “Getiri oranı hesaplanırken, zaman ağırlıklı getiri oranı ile düzeltilmiş olan dış nakit akışları kullanılmalıdır. Periyodik getiriler geometrik olarak birleştirilmelidir. Dış nakit akışları firmanın portföy grubuna ilişkin özel politikası ve belgelendirme işlemi ile tutarlı biçimde işlem görmelidir.” Hesaplama metodolojisindeki bu gerekliliğe ilişkin olarak aşağıdaki düşüncelerin her birini ayrı ayrı değerlendiriniz.

Başlangıcı 1 Ocak 2005 dönemi için, firmalar günlük olarak ağırlıklandırılmış dış nakit akışlarını düzeltmek için tahmini getiri oranlarını kullanmalıdır.	<input type="checkbox"/> Evet	<input type="checkbox"/> Hayır
Başlangıcı 1 Ocak 2010 dönemi için firmalar portföylerini kayda değer dış nakit akışlarının gerçekleştiği tarihte değerlendirmelidir.	<input type="checkbox"/> Evet	<input type="checkbox"/> Hayır

56. “Portföy grubu getirileri, dış nakit akışı ve dönem başı değerinin her ikisini de yansıtan bir metot ile veya her bir portföyün getirisinin dönem başı

değerleri kullanılarak ağırlıklandırılması hesaplanmalıdır.” Gerekliliğine ilişkin tutumunuzu belirtiniz.

- 1() Hiç Katılmıyorum
 2()
 3()
 4()
 5() Kesinlikle katılıyorum

57. Nakit ve nakde eşit varlıklardan oluşturulan portföylerden elde edilen getirileri toplam getirinin hesaplanmasında dahil ediyor musunuz?

- () Evet
 () Hayır

58. Hesaplama metodolojisi gerekliliği ile ilgili olarak bazı düşünceler aşağıda verilmiştir. Bu düşüncelerin her birini ayrı ayrı değerlendiriniz.

Başlangıcı 1 Ocak 2006 dönem için, firmalar portföy grubu getirilerini en az 3 aylık dönemler itibariyle her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesaplamalıdır.	()Evet	()Hayır
Başlangıcı 1 Ocak 2010 dönem için, portföy grubu getirileri en az aylık dönemler itibariyle her bir portföyün getirisini ağırlıklandırarak hesaplanmalıdır.	()Evet	()Hayır

Soruları yanıtladığınız için teşekkür ederim. Bu araştırmanın sonuçlarından haberdar edilmek ister misiniz?

- () Evet
 () Hayır

EK- 3

MÜLAKAT

SPK BAŞKANI (ESKİ) DOĞAN CANSIZLAR

- *GIPS standartlarının Türkiye'deki finans/yatırım piyasasında henüz uygulanmıyor oluşunu neye bağlıyorsunuz?*

Sermaye piyasalarına yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların gerek sayısının gerekse bu piyasada değerlendirdikleri tasarruflarının giderek artması sonucu, piyasa katılımcılarının tam ve doğru olarak bilgilendirilmesini sağlamak amacıyla, gönüllü olarak uygulanan ve Global Yatırım Performansı Standartları (GIPS-Global Investment Performance Standards) esas alınarak hazırlanan "Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" yayımlanmıştır.

Söz konusu düzenlemenin uygulamaya geçmesiyle portföy yönetiminin daha profesyonel bir yaklaşımla yürütülmesinin sağlanması ve yatırımcılara seçilen karşılaştırma ölçütüne (benchmark) uygun bir portföy yönetim hizmeti verilerek karşılaştırma ölçütü getirisiyle karşılaştırma yapma ve tasarruflarını en iyi şekilde değerlendireceğine inandıkları kuruluşlara yönlendirebilme ortamının oluşturulabilmesi amaçlanmıştır. 2003 yılında getirilen bu uygulama ile bu tarihten itibaren karşılaştırma ölçütü seçiminde bulunmayanların getiriye yönelik reklâm yapması da mümkün olmamaktadır.

Emeklilik fonları için mevzuat gereği her üç ayda bir Kurulumuz düzenlemesine uyumlu performans sunum raporları düzenlenmesi ve bağımsız denetimden geçirilmesi gerekmektedir. Bu şekilde bir düzenlemeye gidilmesinin amacı emeklilik fonlarının çok uzun vadeli yatırım araçları olması dolayısıyla emeklilik sistemi katılımcılarına fonların getiri bilgilerinin uzun bir dönemi kapsayan (en az 5 yıl) ve belirli bir standardı olan bir rapor halinde sunulmasını sağlamaktır.

Mevzuatımızda emeklilik fonları haricindeki diğer kurumsal yatırımcılar için dönemsel olarak performans sunum standartlarına uygun rapor düzenlemesi

zorunluluğu bulunmamakla birlikte getiriye ilişkin bir sunum yapılacaksa bunun performans sunum standartlarına uygun yapılması gerekmektedir.

Emeklilik fonları dışındaki kurumsal yatırımcıların, son derece ayrıntılı ve üzerinde uzun süre çalışılması gereken bu raporlamayı tercih etmemelerine neden olarak aşağıdaki hususlar gösterilebilir;

- Bazı menkul kıymet yatırım fonu yöneticileri portföy yönetiminde seçilecek araçlar ve bu araçların portföydeki ağırlıkları açısından kendilerini sınırlamak istememekte ve fonları için karşılaştırma ölçütü belirlememektedirler. Karşılaştırma ölçütü belirlenmeyen fonlar için de performans sunumu yapılması mümkün olmamaktadır.

- Karşılaştırma ölçütü belirlenen menkul kıymet yatırım fonları için performans sunumu raporlarının hazırlanmamasına neden olarak, fon piyasasında yatırım amacından çok nakit yönetimi için kullanılan likit fonların ağırlığının yüksek olması ve yüksek gider oranlarının ve fonlar üzerindeki vergi yükünün fonların getirilerini belirlenen karşılaştırma ölçütlerinin gerisinde bırakması gösterilebilir.

- Başarılı performanslarını kamuya ilan etmek isteyenlerin karşılaştığı sorun ise gazetelerde ve diğer yayın araçlarında performansa dayalı verilecek ilan ve reklamların yatırımcıların eksiksiz bilgilendirilmesini teminen, anılan Tebliğ hükümlerine uygun olarak yapılmasının gerekmesidir. Düzenlemede performans bilgisi içeren reklamlarda fonla ilgili çok ayrıntılı bilgilere yer verilmesi şartı getirilmiştir. Bu şartlara uygun olarak hazırlanan ilan metinleri uzun ve yayımlanması maliyetli olabilmektedir.

- ***Sizce GIPS standartlarının uygulamaya konması Türkiye'deki yatırım ve sermaye ortamını olumlu etkiler mi?***

Performans sunum standartları uygulamasının ülkemizde yaygınlık kazanmasının önemi büyüktür. Ancak, bu standartların uygulamasının yaygınlaşmasında yatırımcıların bilinçlenerek portföy yöneticilerinden talepte bulunmaları ve yatırımlarını yönlendirirken bu raporların düzenlenmesini de önemli bir kriter olarak dikkate almaları gereklidir.

Performans sunum raporlarının yaygınlaşmasının, yönetilen portföylerin (bireysel veya kurumsal) performansını daha şeffaf ve anlaşılabilir hale getireceği, yatırımcıların

karşılaştırma yapabilmelerini kolaylaştıracağı, orta vadede piyasada rekabeti arttıracığı ve performansları yükselterek bir birine yaklaştıracığı düşünülmektedir. Böyle bir ortamda yatırımcıların sermaye piyasasına özellikle de kurumsal yatırımcılara olan ilgisinin artacağı düşünülmektedir.

- *AB'ye üyelik süreci ile GIPS'e uyum süreci birbirlerini nasıl etkileyecek sizce?*

AB'ye üyelik sürecinde sermayenin ve hizmetlerin serbest dolaşımı gündeme gelecektir. Dolayısıyla yakın gelecekte yabancı portföy yönetim şirketleri, yabancı yatırım fonları ve yabancı kurumların Türkiye'de kurdukları yatırım fonlarının da piyasaya girmesi söz konusu olacaktır. Piyasadaki portföy yöneticisi ve yatırım fonu sayısı arttıkça rekabetin ve hizmet kalitesinin de artması beklenmektedir. Ülkemizde mevcut durumda faaliyette bulunan portföy yöneticileri ve yatırım fonu kurucularının da kendilerini bu rekabet ortamına hazırlamaları gerekmektedir. Rekabet edebilmenin ve hizmet kalitesinin artırılmasının önemli bir aracının, GIPS'e uyumlu performans raporlarının hazırlanması suretiyle yatırımcıların tam ve doğru bilgilendirilmesi olacağı düşünülmektedir.

- *Portföy Yönetim Şirketleri GIPS standartlarına uyum konusunda istekli davranmadıklarına katılıyor musunuz? Neden?*

Portföy yönetim şirketlerinin GIPS standartlarına uyum konusunda isteksiz davranmalarından çok portföy yönetim şirketlerinin müşterileri yapısı ve bu konuda yatırımcılardan yeterli talep gelmemesi uygulamanın yaygınlaşmasını olumsuz etkilemektedir.

Portföy yönetim şirketleri grup şirketlerinin yatırım fonlarının portföylerini yönetmeye ağırlık vermektedir, bir başka deyişle en büyük müşterileri grup şirketlerinin yatırım fonlarıdır. Bireysel müşterilere ait portföylerin toplam yönetilen portföylere oranı yaklaşık %2 civarındadır. Dolayısıyla bireysel müşteriler için performans sunumu yapmak çok etkin bir pazarlama yöntemi olarak görülmemektedir. Portföy yönetim şirketlerinin en büyük müşterisinin kendi grup şirketinin fonları olması, bu şirketlerin müşterilerine detaylı bir performans sunumu yapma ihtiyacını ortadan kaldırmaktadır.

- *Portföy Yönetim Şirketlerinin GIPS standartlarına uyum konusunda teşvik edilmesi yönünde SPK'nın çalışmaları var mı? Varsa neler olduğunu söyleyebilir misiniz?*

Performans sunum standartlarına uyumlu raporların düzenlenmesinin yaygınlaşmasının, yatırımcıların daha fazla bilinçlenmesi ve kurumsal yatırımcılara bu raporların düzenlenmesine yönelik taleplerin gelmesi ile mümkün olduğu düşünülmektedir. SPK olarak performans sunum raporlarını düzenlemek isteyen kurumsal yatırımcılara uzmanlık gerektiren konularda her türlü teknik destek ve yardım sağlanmaktadır.

KYD BAŞKANI GÜRMAN TEVFİK

- *GIPS standartlarının Türkiye'deki finans/yatırım piyasasında henüz uygulanmıyor oluşunu neye bağlıyorsunuz?*

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: V No:60 "Bireysel ve Kurumsal portföylerin performans sunumuna, performansa dayalı ücretlendirme ve sıralama faaliyetlerine ilişkin esaslar" tebliği ile GIPS standartlarının ülkemize uyarlanmış hali, 2004 yılı baz tarihi alınarak uygulanmaya başlamıştır. Kamuya açık yapılan sunumlarda tebliğ hükümleri gereği fon kurucuları veya portföy yönetimi şirketleri, GIPS standartlarını uygulamaya çalışmaktadır. Ancak, ülkemizde yatırımcıların yatırım alışkanlıklarının henüz gelişmekte olduğu ve kurum içi sunumlarda söz konusu tebliğ hükümleri ile getirilen standartların uygulanmasının zorunlu olmadığı için finans sektöründe bugün GIPS standartlarının uygulanması konusunda yeterince ilerleme kaydedilememiştir.

- *Sizce GIPS standartlarının uygulamaya konması Türkiye'deki yatırım ve sermaye ortamını olumlu etkiler mi?*

Kuşkusuz ki genel prensipleri belirlenmiş, şeffaf, adil, güvenilir ve yatırımcıyı koruyan bu tip standartların var olması, hem yatırımcıları bilinçlendirerek doğru kararların alınmasında hem de sermaye piyasalarının gelişmesinde olumlu yönde etkisi olacaktır.

- ***AB'ye üyelik süreci ile GIPS'e uyum süreci birbirlerini nasıl etkiler sizce?***

AB süreci, Türkiye'de tüm sektörlerin kendilerini AB'ne entegre edecek şekilde geliştirmeleri ile ilerleyecektir. Özellikle, finans sektöründe yaşanan yabancı sermayenin ortaklık süreci de söz konusu entegrasyonun finans sektöründe çok daha hızlı olacağını göstermektedir. Bu maksatla kurumsal yatırımcıların performans sunumlarının uluslararası standartlarda yapılabilemesinin fevkalade büyük önemi bulunmaktadır. Ülkemizde GIPS standartlarının genişletilerek uygulanması en kısa zaman içerisinde gerçekleştirilmelidir.

- ***Portföy yönetimi şirketlerinin GIPS standartlarına uyum konusunda istekli davranmadıklarına katılıyor musunuz? Neden?***

Portföy yönetimi şirketleri bugün GIPS standartlarını ülkemize uyarlanmış şekliyle uygulamakla yükümlüdürler. Söz konusu standartlar yatırımcıların şeffaf ve doğru bir biçimde karar almalarını sağlarken, portföy yönetimi sektöründe rekabeti artırmaktadır. Bahsedilen standartları uygulamaya istekli olan veya uygulamaya çalışan şirketlerin gerçekleştirdikleri performans sunumları, yatırımcılar tarafından bir seçim kriteri olarak değerlendirilmektedir.

- ***Portföy yönetimi şirketlerinin GIPS standartlarına uyum konusunda teşvik edilmesi yönünde KYD'nin çalışması var mı? Varsa neler olduğunu söyleyebilir misiniz?***

Sermaye piyasalarını düzenleyen kurum Sermaye Piyasası Kurulu'dur. Kurul, yaptığı veya yapacağı düzenlemeler ile sermaye piyasalarının gelişmesini sağlamaktadır. Bugün portföy yönetimi sektöründe GIPS standartları düzenlenmiştir. Bu konuda KYD, özerk bir sivil toplum örgütü olarak her biri finans sektöründe olan üyelerinin görüşlerini Kurul'a etkin bir şekilde aktarmaktadır. Portföy yönetimi sektörünü geliştirmek ve kurumsal yatırımcıların performanslarını bağımsız bir şekilde ölçebilmek amacıyla KYD endeksleri yaratılmıştır. Söz konusu endeksler günlük olarak çeşitli finansal varlıkların performanslarını ölçmektedir.

VATAN GAZETESİ EKONOMİ SAYFASI EDITÖRÜ, AYLİN LÖLE

- ***GIPS standartlarının Türkiye'deki finans/yatırım piyasasında henüz uygulanmıyor oluşunu neye bağlıyorsunuz?***

Türkiye portfolyo yatırımları konusunda henüz daha yolun başında sayılır. Hedge fonlar ve risk sermayedarları bir yana daha emeklilik fonlarının kurumsallaşmadığı bir ekonomiden söz ediyoruz. Fakat 2003 yılında kabul edilen yönerge, GIPS standartlarına bire bir uyumlu değilse de, geçiş aşamasında kolaylık sağlayacaktır. Bu noktada Türkiye'nin daha somut adımlar atarak söz konusu standardın uygulayımını zorunlu kılması bir ihtiyaçtır. Ne yazık ki henüz IPC (Investment Performance Council) üyesi değiliz ve biraz da bu durum GIPS konusunda adım atmamış olmamızda etmen olmuş olabilir.

Diğer yandan Türkiye henüz sermaye derinliği bakımından Batılı ülkelerle kıyaslanamayacak denli sığ bir ülke, belki de gelmesi muhtemel yatırım araçlarını bir de GIPS standardı koyarak çekimserleştirmek istemiyordur sermaye piyasası yöneticilerimiz.

- ***Sizce GIPS standartlarının uygulamaya konması Türkiye'deki yatırım ve sermaye ortamını olumlu etkiler mi?***

Aslında bu biraz da kayıtdışı ekonominin bu uygulama ile ne denli etkileneceğine bağlı. Türkiye'ye giren ve Türkiye'den çıkan sermayenin yarısının kayıtdışı olduğu belirtiliyor; GIPS ise sermaye hareketlerini kayıt altına almada standart getirecek bir uygulama; eğer ek uygulamalar ya da CV-GIPS (ülkeye göre GIPS) gibi bir uygulama seçilmezse, Türkiye gibi özel koşulları haiz bir ülkede böylesi bir uygulamanın akıbeti bir zamanlar Zekeriya Temizel'in iyi niyetle uygulatmaya çalıştığı ve hüsrarla sonuçlanan 'nereden buldun' yasasına benzeyebilir ki, böylesi bir yeni hüsrana hassas makroekonomik dengeler kaldırabilir mi, bu da tartışılmaya değer bir olgu bana sorarsanız.

- ***AB'ye üyelik süreci ile GIPS'e uyum süreci birbirlerini nasıl etkileyecek sizce?***

Teorik baktığımızda şu anda hükümet de, büyük sermaye çevreleri de hem AB'ye üyeliğe hem de GIPS benzeri standartların Türkiye'ye getirilmesine sıcak bakıyor. Eğer

bu durum sürer, ve milliyetçi bir yükselişle önü kesilmezse AB ve GIPS'e uyum süreçlerinin birbirlerini tetikleyici ve destekleyici olacağı muhakkak. Fakat dediğim gibi,

Avustralya, İrlanda, Kanada hatta Japonya gibi ülkeler bile henüz CV-GIPS uygulamaktayken bizim de kendi çekincelerimizi, Türkiye'ye has ve hassas noktaları içerecek bir uyarlamaya kavuşmamız, doğrudan ABD-sürümü GIPS'e uyum sağlamamızdan daha önemli ve gerekli. Diğer yandan 2010 itibarı ile CV-GIPS'in tamamen elimine edilerek tek bir GIPS standardına ulaşılması hedeflenmekte biliyorsunuz; fakat 2010 için şimdiden öngöründe bulunmak iddialı olur kanısındayım.

AKYATIRIM FİNANSAL ANALİSTİ ENGİN YEGÜL

- GIPS standartlarının Türkiye'deki finans/yatırım piyasasında henüz uygulanmıyor oluşunu neye bağlıyorsunuz?

Aslında 2003 yılında Resmî Gazete' de yayınlanan tebliğe uyuyor yatırım şirketleri, yalnızca olayın adı bütün bütün konulmuş değil. Yine de bu uygulamaya henüz geçmemiş onlarca gelişmekte olan piyasa var, biz de onlardan biriyiz. Bu sorunun çok önemli olduğunu düşünmüyorum, nasıl olsa on-onbeş yıl içinde GIPS'e bütün bütün geçilmiş olacak, bu bir zamanlama ve sıra meselesi. Yine de, GIPS'in henüz yeterince tanınmıyor oluşu ve belki biraz daha fazla şirket-içi bürokrasiye yol açacak olması olasılığı da, bu konuda adım atmayı geciktiriyor olabilir. Unutmayalım ki, Türkiye'den, yatırım piyasaları daha emekleme aşamasında olan bir ekonomiden söz ediyoruz. Örneğin, Vadeli İşlemler Borsası açılalı daha bir yıl bile olmadı.

- Sizce GIPS standartlarının uygulamaya konması Türkiye'deki yatırım ve sermaye ortamını olumlu etkiler mi?

GIPS, henüz Türkiye'de tam tanınmasa da artık dünyada bilinen bir marka olma yolunda. Belki bizim piyasalar için şimdilik lüks bir uygulama, fakat küresel sermaye ile bütünleştikçe kaçınılmaz olarak uygulamaya koyacağız ve birkaç yıl sonra GIPS'i doğrudan uygulamıyor olmanın faturası, onu uyguluyor olmanın faturasından daha külfetli olacak. Buna erken geçilmesi ise, bazı firmaları hazırlıksız yakalayacak, ve bu

hazırlıklı olan büyük şirketler lehine bir pozisyon yaratacak; bunu da hükümet istemez. Bence 2003'te yayımlanan tebliğ iyi bir adımdı, diğer ülkelerle birlikte yapılması gereken neyse yapacağız diye düşünüyorum. Buna benzer tartışmalar BASEL II'nin kabul edilip edilmemesi, ya da ne zaman /nasıl kabul edilmesi üzerine de yapılmıştı; şimdi Türkiye herhangi bir AB üyesi ülke gibi BASEL II'nin, gerçekten de ağır sayılabilecek standartlarını BDDK eliyle kendine içselleştirmekle meşgul ve bu zorlu fakat olumlu bir adım. Bence GIPS süreci de, daha farklı bir boyuttan aynı yolda ilerleyecek.

- *AB'ye üyelik süreci ile GIPS'e uyum süreci birbirlerini nasıl etkileyecek sizce?*

Bakın, henüz 25 AB ülkesinin neredeyse yarısında bile uygulanmayan bir şey bu GIPS. Bize benzer ekonomiler arasında Polonya'nın bu konuda istekli davrandığı görülüyor; ki kendi dinamikleri açısından da haklıdırlar. Diğer yandan Rusya, Hindistan, Çin gibi devler de henüz bu uygulamaya mesafeliler. Ekonominin Anglo-Sakson olmayan boyutundan baktığınızda, Japonya'yı saymazsak, GIPS'in henüz çok yeni olduğunu görebiliriz. Sorunuza gelecek olursak, AB sürecinin her alanda bir standartlaşma getirmekte olduğu açık; bu finans sisteminde de BASEL II'ye geçiş sürecinde görüldüğü üzere, böyle olacak. Yani sınırlı bir biçimde olumlu etkileyecek her iki süreç birbirini diye düşünüyorum. Elbette bunu ceteris paribus, yani dünya ya da Türkiye ölçeğinde büyük bir malî, ya da siyasi kriz yaşanmayacağı varsayımı ile ileri sürebiliriz.

STROER'İN TÜRKİYE'DEKİ FİNANSAL ANALİSTİ ŞİRİN ÇELİKKAYA

- *GIPS standartlarının Türkiye'deki finans/yatırım piyasasında henüz uygulanmıyor oluşunu neye bağlıyorsunuz?*

Türkiye henüz çok genç, çok hareketli ve finans kuralları konusunda tam standartlara kavuşmamış bir piyasa. Çoğu kez buzlu zeminde yürüyorsunuz ve ayağınızın altındaki buz kırılır mı diye düşünmeye bile zaman bulamıyorsunuz. GIPS standartlarını çok iyi incelemedim, fakat yurtdışındaki meslektaşarımla olan görüşmelerden edindiğim izlenim bunun, tıpkı GS ve TÜV gibi finans hareketlerini denetlemeyi ve izlemeyi kolaylaştırıcı bir ölçü olacağı yönünde. Aslında bu olmazsa olmaz bir gereklilik; ufacık sermaye dengesizliklerinin yol açtığı sermaye

tsunamilerinin 1997’de Güneydoğu Asya’da, 2001’de Türkiye’de yol açtığı felaketleri hâlâ anımsıyoruz ve bunların etkileri sürüyor. Elbette GIPS krizlere merhem olacak bir uygulama değil, fakat en azından krizlerin öngörülabilirliğini, önlenebilirliğini ve kriz-sonrası dönemde oluşan yaraların iyileştirilebilirliğini sağlayabilir bir ölçüde. Türkiye gibi fırtınaların hiç eksik olmadığı bir piyasada, GIPS gibi bir uygulamanın güven getirici olacağını düşünüyorum; fakat uygulamanın sağlıklı bir biçimde sürmesi hem siyasi iradeye hem de SPK’nin kararlılığına bağlı olacak her zamanki gibi. GIPS’in henüz Türkiye’de uygulanmıyor oluşunun çok özel bir nedenden kaynaklandığını sanmıyorum, belki sermayeyi, özellikle sıcak parayı ve kayıtdışı ekonomiyi korkutmama amacı da vardır fakat arka planda.

- ***Sizce GIPS standartlarının uygulamaya konması Türkiye’deki yatırım ve sermaye ortamını olumlu etkiler mi?***

Kayıtlı ekonomiyi olumlu etkileyeceği kesin, fakat kayıtdışı ekonomi için aynı şey söylenebilir mi, bilemiyorum. Hükümet aylardır yırtınıyor ‘yabancı sermaye çekeceğiz’ diye. 11 Eylül saldırıları sonrası Batı’ya ürkerek yaklaşan Körfez ülkeleri sermayesini çekme çabaları söz konusu; eğer GIPS bu sermayenin gözünü korkutmaya muktedir olarsa, genel ortam da olumsuz etkilenebilir. Diğer yandan, Türkiye’nin gelecekteki projelerini iyi irdelemek gerekir; BTC petrol boru hattının getirileri ve dolayısı ile gelişecek Kafkasya ve Orta Asya bağlantılarımızın geleceği de göz önüne alınmalı. Öte yandan, Batılı bir Hedge Fon yöneticisi olsam, giderek daha fazla dikkat ederim yatırım yapacağım piyasalarda GIPS uyumu olmasına, çünkü risk almadan ve uzun vadede kazanacağım işlere girmem istenecektir bende. Bunun gibi birçok boyutu var olayın ve hepsinin girdisini çıktısını iyi hesap etmek gerekir. Sonuçta kabul etsek bile, illa ki Türkiye’ye uyarlamak gereken özel istisnalar söz konusu olacaktır düşünceme göre.

- ***AB’ye üyelik süreci ile GIPS’e uyum süreci birbirlerini nasıl etkileyecek sizce?***

AB’nin ekonomik dengesi, birçok istisnaya birlikte, dünyadaki ekonomiler arasında dikensiz bir gül bahçesi. Dolayısı ile düzen ve açıklık çoğu kez risk ve kazançtan daha önde tutuluyor, oysa durum Türkiye’de farklı. Nasıl ki Türkiye önümüzdeki on beş yıl içinde kırsal nüfusunun büyük bölümünü kentlere taşıyacak ve kayıt dışı ekonominin büyük bölümünü kayıt altına alacak; GIPS konusunda da atılacak adımlar ister istemez Maastricht kriterlerini destekleyici yönde olacaktır. Ekonomimizin

iskeleti ve derinliği bu adımları kaldırabilir mi, onu zaman gösterecek. AB ülkelerinin hepsi henüz GIPS'e uyum sağlamış değilken, tereciden daha fazla tereci olmaya da, şu aşamada gerek yok. Fikrimi sorarsanız, 2003 yılında yayınlanan kanun birçok bakımdan gereksinimleri karşılıyor, bütünüyle GIPS'e geçiş ise, biraz daha zaman alacak ve bunun AB sürecini doğrudan değil dar kapsamda ve dolaylı etkileyeceğini düşünüyorum. Maastricht kriterlerini ve BASEL II'yi kendine uyarlayan bir Türkiye'ye GIPS konusunda, en azından şu birkaç yıllık süreçte AB sermayesi kökenli bir baskı gelir mi? Sanmıyorum!

Ek:4

PORTFÖY YÖNETİM FİRMALARI	
Ak Portföy Yönetimi A.Ş www.akportfoy.com.tr/t/akport	Standart Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş www.standartunlu.com.tr
Ata Portföy Yönetimi A.Ş www.ataportfoy.com.tr/	TEB Portföy Yönetimi A.Ş www.tebyatirim.com.tr/portfoy
Ateşan Aybars Portföy Yönetimi A.Ş www.aaportfoy.com	Unicorn Portföy Yönetimi A.Ş www.interyatirim.com.tr/ip.asp
Bender Portföy Yönetimi A.Ş www.benderportfoy.com.tr/py-bf	Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş www.vakifportfoy.com.tr
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş www.denizbank.com/TR/dpy	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş www.yapikredi.com.tr/tr-TR/yatiri
Eczacıbaşı UBP Portföy Yönetimi A.Ş www.emdas.com.tr/FORM_GO	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş www.ziraatportfoy.com.tr/km_bilg
Ergo İsviçre Portföy Yönetimi A.Ş www.ergoısvicreportfoy.com.tr	
Finans Portföy Yönetimi A.Ş www.finansportfoy.com/portfoy.asp	
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş www.yatirimyap.com/py.asp	
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş www.gpy.com.tr/spkkunye.html	
Global Portföy Yönetimi A.Ş www.portfoy.com/gpy_bilgi.htm	
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş www.hsbc.com.tr/tr/portfoy/portf	
İş Portföy Yönetimi A.Ş www.isportfoy.com.tr/t/hakkimizd	
Oyak Portföy Yönetimi A.Ş www.oyakportfoy.com.tr/oyakportf	

KAYNAKÇA***Kitaplar***

Amenc, Noel ve Sourd Le Veronique. **Portfolio Theory and Performance Analysis.** John Wiley&Sons Ltd, The Atrium England: 2003.

Aydın, Nurhan ve diğerleri. **Finansal Yönetim.** T.C. Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Eskişehir: 2001.

Bacon, Carl. **Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution.** John Wiley & Sons Ltd, June USA: 2005-2006.

Bodie, Zvi, Kane Alex, Alan J.Marcus J. **Investments** Irwin McGraw-Hill Book Co. 1999.

Bolak, Mehmet. **Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi.** Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ İstanbul: 1991.

Feibel, Bruce J., **Investment Performance Measurement.** John Wiley & Sons, Inc. 2003.

Fabozzi Frank J., **Bond Markets, Analysis and Strategies** Prentice Hall International, Inc.,2000 .

Haugen Robert A., **Modern Investment Theory** Second Edition New Jersey:Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1990

Jones Charles p., **Investment Analysis** ABD 1991

Karacabey, Argun A. **A tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi Değerlendirilmesi.** Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları:21, 1998.

Karan Baha Mehmet. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**. Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları No: 1 Ankara: 2001.

Kılıç, Saim. **Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**. İMKB Yayını, Ankara: Ekim 2002.

Sevil, Güven. **Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy VaR Hesaplamaları**. T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları; No 1323 Eskişehir: 2001.

Sharpe, William F. “ve diğerleri”. **Investments**. Prentice Hall, Upper Saddle River, 07458, 1999.

Solnik, Bruno. **International Investments**. Addison-Wesley Publishing Co., Inc. Third Edition, Paris: 1996.

Strong, Robert A. **Practical Investment Management**. Thomson Co. South-Western Canada: Third Edition 2004.

Makaleler

“AIMR Proposes Global Standards for Investment Performance Measurement and Reporting” **CPA Journal**. EBSCO Host Research Database Vol.68 May 98, Issue 5, <http://www.ebsco.com.tr/EBSCOhost4.htm>

“GIPS Implementation” 18.11.2004 [www.aimr.net\GIPS-Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/GIPS-Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm)

“Global Investment Performance Standards” AIMR Standards Performans and Ethical, April 14, 1999 [www.aimr.net\ AIMR Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm)

“Getting to grips with GIPS: Global Investment Performance Standards”

<http://www.crownagents.com/uploads/public/images/InfoPages/CAIM/Geting>
(2008)

“Determinants of Portfolio Performance”www.google.com.tr (2004)

ABN.AMRO Mellon Global Securities Services “What are the GIPS Standards?”
(2005) www.wmcompany.com

AIMR-PPS, (3)-Composite Construction-Required 1 January 2002
www.cfainstitute.org/centre/codes/gips/pps/ppscontent.html (2008)

AIMR Advocate “GIPS™ : Focus on Asia pacific” January/ February 2001 Vol.6
Number.1 [www.aimr.net/AIMR Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm) \
AIMR advocate Article.htm

AIMR Standards Performance and Ethical, “The Adoption of GIPS at the Country
Level”, [www.aimr.net/AIMR Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm) \The
Adoption of GIPS at the Country Level.htm. (2004).

AIMR Standards Performans and Ethical “AIMR-PPS and GIPS Service Provider
Advertisements” [www.aimr.net/AIMR Global Investment Performance
Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20Global%20Investment%20Performance%20Standards.htm) \AIMR-PPS and GIPS Service Provider Advertisements.htm (2004)

AIMR-PPS™ “AIMR Adoption of AIMR Performance Presentation Standards”, 2005,
[http://www.aimr.org/standards/issues/redraft comments.html](http://www.aimr.org/standards/issues/redraft%20comments.html)

AIMR pubs.org AIMR ADVOCATE **GIPS™ : Focus on Asia Pacific** [www.aimr.net/
AIMR advocate Article.htm](http://www.aimr.net/AIMR%20advocate%20Article.htm) AIMR Advocate Article.htm January/February
(2001)

AIMR “Guidance Statement on Calculation Metodology (Revised)” Effective date:1
june 2004 Adoption date:4 March 2004
<http://www.gipsstandards.org/standards/guidance/archive/pdf/4b.pdf> (2008)

Armitstead, Louise. “The Global Pasaport” [www.cfapubs.org/doi/abs/ArticleView
2.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs/ArticleView2.htm) London: May 2001.

Ashland “The Verifier” Winter 2007 page:2 www.google.com.tr (2008)

Aksoy, Hakan ve Yavuz, Nur. “Türkiye’deki A Tipi Fonların Performansının Risk Yapısına Göre Değerlendirilmesi ve SPK Tarafından Uygulamaya Konulan Bant Kriterinin Önemi”, **Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi**. Yıl.2005, Sayı:2.

Business Times “AIMR:Need for Standard to Assess Investment Performance” Jun 22, 1998 s.5 Kuala Lumpur [www.aimr.net/Article View 3.htm](http://www.aimr.net/ArticleView3.htm)

CFA Institute “Global Investment Performance Standards®:The Next Step” [www.cfapubs.org/doi7abs.CFA Webcast.htm](http://www.cfapubs.org/doi7abs.CFAWebcast.htm) (27 February 2000).

CFA Institute “ Striving for Gold: The Evolution of the GIPS ® Standards” November/December 2002 Vol. 7 Number 6 [www.cfapubs.org/doi/abs/AIMR
Advocate Article.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs/AIMRAdvocateArticle.htm) /AIMR Advocate Article.htm

CFA Institute “AIMR-GIPS Search Results” 31.3.2005, [http://www.cfainstitute.
org/programs/standards/gips/faqs/gipsresults.asp](http://www.cfainstitute.org/programs/standards/gips/faqs/gipsresults.asp)

CFA Institute “IPC Releases Guidelines for Advertising Compliance with GIPS Standards; Asks for Industry input” [http:\AIMR Advocate Article.htm](http://www.aimr.net/AdvocateArticle.htm) November / December 2002, Volume 7 Number 6.

CFA Institute **Global Investment Performance Standards Revised by the Investment Performance Council** February 2005, <http://www.cfainstitute.org>

CFA Institute revised by IPC and Adopted by CFA Institute Board of Governors February 2005 www.cfapubs.org/doi/abs/AIMR-PPS.htm

CFA Institute, “Guidance Proposed to Supplement the AIMR-PPS Wrap Fee Provisions: Wrap Fee Industry Asked to Provide Comment” [www.aimr.net/AIMR Advocate Article3.htm](http://www.aimr.net/AIMR_Advocate/Article3.htm) July/August 2002 Volume 7 Number 4

CFA Institute, GIPS revised by the IPC February 2005, <http://www.cfainstitute.org>

CSAM “Performans Presentation Standards” [www.csam.com.au/CSAM-Performans Presentation Standards.htm](http://www.csam.com.au/CSAM-Performans/PresentationStandards.htm) 2004

Damian Regan “ Rules to set the record straight” damian.regan@uk.pwc.com (2006)

Ernst & Young “Our Value Approach” 2001 Austria www.google.com

Ernst & Young, “AIMR and GIPS Performans Standards- Performans Presentation Standards” www.google.com.tr (2004)

ERNST&YOUNG “Global Investment Performance Standards (GIPS)”
[http://www.ey.com/global/content.nsf/switzerland - E/FS-Services-SPPS](http://www.ey.com/global/content.nsf/switzerland-E/FS-Services-SPPS) 2008

Ernst & Young Investment Performance Services “Summary of Key Changes in the Revised GIPS® Standards” 2005 [www.cfainstitute.org/standards/pps/gips redraft 2005.html](http://www.cfainstitute.org/standards/pps/gips_redraft_2005.html)

Ernst&Young, “Preparing for the Revised GIPS Standads” Investment Performance Services, September, 2005, www.google.com

European Investment Performance Committee “Guidance on Performance Attribution Presentation” 2004 EIPC s.2, www.google.com

Esen Seyfullah, “Performans Göre Fon Seçimi Nasıl Yapılır?” **Fon Dünyası**, 9/12/2004 083 EKO50, page 2 www.akportföy.com.tr (2004)

Eagle Investment Systems “Performance Attribution”. A Mellon Financial Company Newton MA www.eagleinsys.com (2006)

EAGLE Investment Systems “Eagle Performance” www.eagleinvsys.com (2008)

Peter Dietz and Jeannette R.Kirschman “Evaluating Portfolio Performance” **Managing Investment Portfolios-A Dynamic Process** editör John Maginn, Tuttle Donald (Warren,Gorham&Lamont 1983)

Forsten Hausler, Matt E. “Introduction to Investment Performance Services” [www.Ey.com/global/download.nsf/Austria/Gips.pdf/\\$file/GIPS-Broschuere-EYAustria.pdf](http://www.Ey.com/global/download.nsf/Austria/Gips.pdf/$file/GIPS-Broschuere-EYAustria.pdf) (2008)

Feibel, SVP, Eagle Investment Systems **Global Investment Performance Standards Converge**. ABN AMRO Mellon Global Securities Services Issue 2, 2005, www.wmcompany.com

Flint, David. “Revised GIPS-the end of CVG_s?” 2005 www.performa.co.uk

Hawland Anthony “ Welcome to the latest addition of focus, the newsletter from perfoma, keeping you in touch with the world of GIPS and all the latest news from perfoma” summer issue, s.1, www.eperforma.com (2007)

Half, Robert.“AIMR Consulting and Verification Services” **AIMR Education and Training** 20.9.2005 [www.aimr.net\Education and Training. htm](http://www.aimr.net/Education%20and%20Training.htm)

Hatsaru, Songül. “Paranın Fonla Flörtü Bitti, aşk başladı...”
[www.milliyet.com.tr\Milliyet İnternet-EKONOMİ.htm](http://www.milliyet.com.tr/Milliyet%20Internet-EKONOMI.htm) 30 Ocak 2003

Haverford “Performance Composite Disclosure – Composite Criteria” 20.4.2005
<http://www.hq250.com/pages/performance.html> 2005

GOLIATH Business Knowledge on Demand “Russell/ Mellon Reveals Next Generation
of Performance & Attribution Capabilities”
http://goliath.ecnext.com/coms2/gi_0199-3771737/Russell-Mellon-Reveals-Next-Generation.html (2008)

Government Petroleum Fund “Performance measurement methodology”
<http://www.norges-bank.no/pages/articles-41671.aspx> 27.08.2007

IPC “Standard I-Professionalism A.Knowledge of the law” 2004, Association for
Investment Management and Research® www.google.com.tr (2004)

IPC “Guidance Statement on the Treatment of Carve-outs(Revised)” 1 June 2004
www.aimr.org/standards.html

IPC “Investment Performance Council Guidance Statement on Composite Definition
Adoption”, 13 Mart 2002 [www.cfapubs.org/doi/abs. CFA webcasts.htm](http://www.cfapubs.org/doi/abs.CFA%20webcasts.htm) 2002

IPC, “Guidance Statement on Verifier Independence” 1 Ocak 2006 www.google.com

Insight Comprehensive Investment Management Solution “Sample Quarterly Review”
http://www.cifunds-com/insightc/personel_rates.htm 2007

Jörg, Lilla. “Performance Presentation Standards in Germany” ERNST & YOUNG
Newsletter Interview, <http://swissbanking.org/ey-gips-spps-neqsletter-march-2005.pdf>

Japonica Partners “ japonica Largest and First Billion Dolar Private Equity GIPS® Verified” December 28,2005 mhtml:file://E:\Japonica Partners News&Presentations(Headline).mht

Karyn, Vincent D. CFA, Alecia L.Licata “Dead line for Global Convergence Nears” January 1, 2006 www.imca.org.

Kathy, Valentine. “GermAN Association of Investment ProfessionalsForms, Joins Association For In The Management and Research” Charlottesville, Va.,USA Dec.6,2000 file://D:\German Association of Investment.....html

Kritzman, Mark. “How to Build a Normal Portfolio in Three Easey Steps” **Journal of Portfolio Management**. Spring 1987, www.aimr.net\AIMR Advocate Article.htm 2004

Louis Boulanger “A Significant Commitment” www.cfapubs.org/doi/abs/GIPS Why do we need them.htm. 9.07.2004

Mandate “Being part of the big GIPS coversation” July 2004 http://www.ftmandate.com/news/fullstory.php/aid/67/Being part of the big GIPS

Mc Carty Cait, Mary. “Issues in Security Level Performance Attribution and Measurement” 21.8.2001 Wilshire Analytics www.google.com

Montague, Bill. **Return Appearances Performance Measures Leave Some Investors Seeing Double**. Consulting Group Senior Financial, Smith Barney Citigroup 2005, s.2, www.google.com

Morningstar, “After-Tax Performance Calculation Methodology”, 6 Eylül 2006, www.morningstar.com.au/productpages/After

Pricewaterhouse Coopers “Compliance With Performance Presentation Standards Is Now the Norm Amongst Large Asset Managers” London 9 Jan 2002 Kelvin.laig-Williams@uk.pwcglobal.com .(2004)

Payne, Beatrix. “ Countries Adding Their Own Rules to GIPS” <http://www.ebsco.com.tr/EBSCOhost3.htm> 08/23/99, Vol.27, issue 17.

Price Lee N. “ Globalization of Performance Presentation Standards” (Financial Analysts Journal May/Jun 1998) Vol.54 Iss.3

Pricewaterhouse Coopers, “2001 Global Trends in Performance Measurement Table of Contents” www.pwcglobal.com 2004

Regulatory Service An Overview of Our Consulting Services \ MyCPA-Adviser-om Our Services SEC Registered Investment Advisors & Investment, www.google.com (2005)

Russ Wiles ve Fredman Albert, **How Mutual Funds Work** (Second Edition. New York:, Prentice Hall, Inc., 1998), s.51-53.

Spaulding David “Is the Modified Dietz Formula Money-weighted or Time weighted ?” (The Journal of Performance Measurement Spring 2003)

Sutherland John “GIPS: Who is running the show ?” s.5 file://F:\WM Performance Services-dosya 7.htm 2003

Spaulding David “Performance Perspective with David Spaulding” Volume 1-Issue 12 August 2004 <http://www.spauldinggrp.com/Aug04NL.pdf> 2005

Sandwick John A. “GIPS&IAMs in Switzerland” 2 November 2006, Zurich www.encoremanagement.com

Selin, Soylu. “Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Gelişmeler” Sermaye Piyasası Kurulu Meslek Personeli Derneği, Mart-Nisan 2003, ssoylu@spk.gov.tr

Simons, Katerina. “Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds” September/October 1998 New England: Economic Review.

The International Group “Quantitative Methods in Asset Management Research Note III: Measuring Risk and Performance” Paris: 04/2001 www.google.com

The Intertek Group “Quantitative Methods in Asset Management Research Note III: Measuring Risk and Performance” Paris 04/2001 www.google.com

The WM Company A State Street Business “GIPS Features, Defining the Firm” www.wmcompany.com/page.php?page_id=information_home&cat=vrnew - 24k 2004

Trotter, Jim. “Do Private Clients Need Global Investment Performance Standards (GIPS)?” Summer 2004, www.apcims.co.uk.

Turunç, Hakan. “Paranın Güvenli Adresi” www.milliyet.com.tr/Milliyet-internet-ekonomi.htm 20.7.2004

Kaan H., Aksel. “Uluslararası Yatırım Performans Standartları’na Uygunluk ve Karşılaşılan Sorunlar”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**. Yıl:6 Sayı:30 2003.

Raporlar, Etütler, Bildiriler ve Diğer Kaynaklar

Private message to Colin Kay, www.investment-performance.com/INBOX E-Posta.htm 14.9.2005

Private message to Carl Bacon, administrator@investment-performance.com”<administrator@investment-performance.com> 2005

Private message to Lesley Abbot, www.investmentperformance.com-re.htm 4.9.2005

AIMR “ II. Content of the AIMR-PPS® Standards” 2001-2004 Association for Investment Management and Research, 15.9.2004 [www.aimr.net/AIMR Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR_Global_Investment_Performance_Standards.htm) \ AIMR-PPS outline, AIMR-PPS Standards.htm

AIMR, Standards VII- Responsibilities as an AIMR Member or CFA Candidate Guidance [www.aimr.net/AIMR Global Investment Performance Standards.htm](http://www.aimr.net/AIMR_Global_Investment_Performance_Standards.htm) \AIMR Advocate Article.htm (2004)

AIMR Performance Presentation Standards handbook, The Addition of Venture Capital and Private Equity Provisions and Guidance to the Global Investment Performance Standards 1987

AIMR Performance presentation standards handbook, 1987

Bireysel ve Kurumsal portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ R.G. No.: 25000 R.G., Tar.:21.1.2003 [file:///D:\GİPS_nur.htm](file:///D:/GİPS_nur.htm)

Coşkun, Yener. **Portföy Performansının Ölçülmesi ve Sunulması** SPK Basım Yayım Ofisi, Yayın no.176, Ankara: Nisan 1999.

FIM Fund Management **How FIM Fund Management Became GIPS Compliant**
Trema-Finance onLine-volume 8 19.07.2004,
<https://fim.com/suomi/assetmanagement/gips.report-05.pdf>

GIPS'e ilişkin metnin tamamına AIMR'in <http://www.aimr.org/standards/pps/gips-standards.html>. adresinden ulaşılabilir.

Özütürk, Bülent. “Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi” T.C. Başbakanlık SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara: Ekim 1999.

R.G No.25 000 1/7/2003 tarih yürürlüğe giren tebliğ

R.G.No:25000 **R.G.**, Tar.:21.1.2003, Altıncı Bölüm.

SPK “Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Basın Açıklaması” [http://www.spk.gov.tr/Haber Duyuru/basinciklamalari/html](http://www.spk.gov.tr/Haber_Duyuru/basinciklamalari/html) 23.02.2005

SPK “Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” R.G. No.:25000 **R.G.**, Tar.:21.1.2003 file://D:\GIPS nur.htm

SPK Seri:V,No:60 tebliğ www.spk.gov.tr

SPK www.spk.gov.tr 2002