

GÖSTERGE

GÜZ 2017

ARACI KURUMLAR - 2017/06

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2017/06

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE İPOTEK FİNANSMANI KURULUŞU MODELİ

KÜRESEL DÖVİZ PİYASASI İLKELER




TSPB

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Bu yayınımıza www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

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

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2017/06	1
<i>Deniz Kahraman – Onur Salttürk</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2017/06	23
<i>Araştırma ve İstatistik Müdürlüğü</i>	
Gayrimenkul Yatırım Fonları	31
<i>Deniz Kahraman</i>	
Küresel Döviz Piyasası İlkeleri	43
<i>Beyza Emek</i>	
Menkul Kıymetleştirmede İpotek Finansmanı Kuruluşu Modeli	47
<i>Onur Salttürk</i>	

ARACI KURUMLAR

2017/06

Deniz Kahraman - Onur Salttürk

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2017 yılının ilk yarısına ait faaliyet ve finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

Bu dönemde 65 şirketin verileri derlenmiştir. Verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

PAY SENETLERİ

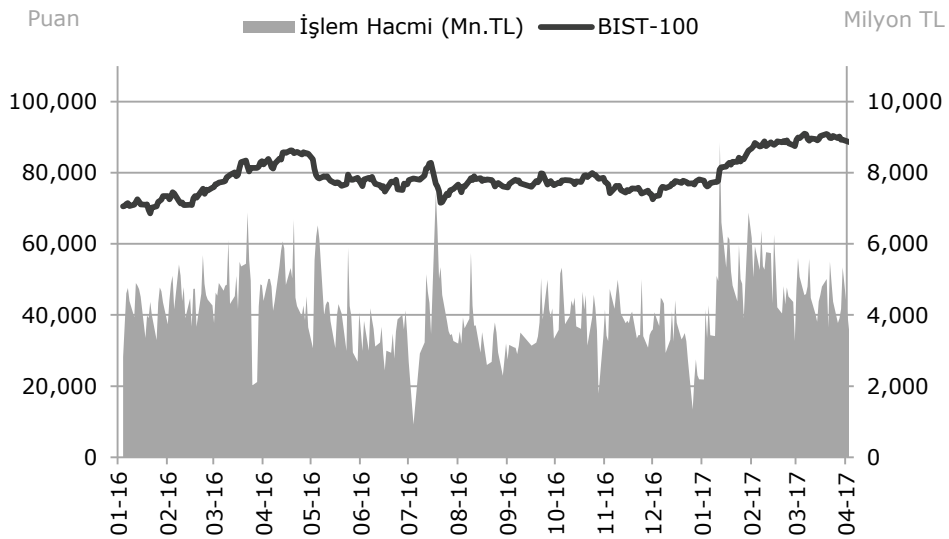
2017 yılına 78.000 civarında başlayan BIST-100 endeksi, yılın ilk yarısını %30 oranında yükselerek 100.440 seviyesinde tamamlamıştır.

2017 yılı ikinci çeyreğinde ABD’de Trump yönetiminin ekonomi politikalarını hayata geçirebilmek için yeterli desteği sağlayıp sağlayamayacağına ilişkin belirsizlikler doların gelişen ülke para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olmuş, bu durum gelişen piyasaları olumlu etkilemiştir. Döviz kurlarında küresel ve yerel ekonomik geliş-

meler dolayısıyla yaşanan oynaklık, TCMB’nin fonlama maliyetini artırmasının da desteğiyle düşmüştür. Ekonomi yönetiminin açıkladığı teşvikler, reel kesim güvenini ve borsada iyimserliği desteklemiştir.

Türkiye’nin kredi notu yakın geçmişte indirilmesine rağmen, yabancı yatırımcıların yurtiçi pay piyasasına ilgisinin devam ettiği görülmüştür. Yılın ilk yarısında yabancı yatırımcılar pay senedi piyasasında 1,6 milyar dolarlık net alım yapmıştır.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

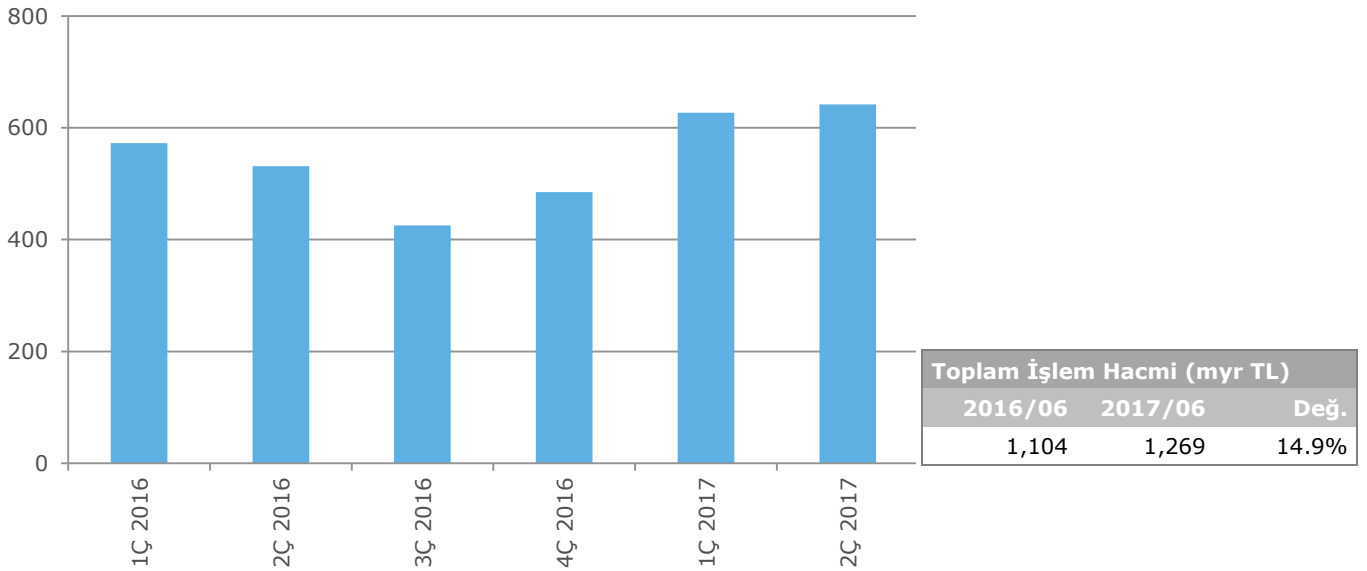
Aracı kurumların pay senedi (çift taraflı) işlem hacmi darbe girişiminin ardından azalsa da, 2016 yılı son çeyreğinden itibaren toparlanmıştır. Pay senedi işlem hacmi, 2017 yılı ikinci çeyreğinde yılın ilk çeyreğine göre %2 oranında artarak 617 milyar TL olurken, yılın ilk yarısında toplam işlem hacmi 1,3 trilyon TL'ye çıkmıştır. Toplam işlem hacmi geçen yılın aynı dönemine göre %15 oranında artmıştır.

2017/06 döneminde pay senetleri işlem hacminde Garanti, İş ve Yapı Kredi Yatırım'ın ilk üç sırada bulunduğu ve bu kurumların pay senedi toplam işlem hacminin %24'ünü gerçekleştirdiği görülmektedir. Pay senedi işlem hacminin yarısı, ilk 8 kurum tarafından gerçekleştirilmektedir. Sektörde 60 kurum pay senetlerinde işlem yapmışken toplam hacimdeki payı %1'in altında kalan 34 kurumun işlemlerin yalnızca %12'sini gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır.

Birliğimizin derlediği verilere göre, yurtdışı yatırımcıların pay senedi işlem hacmi, 2017 yılının ilk yarısında, önceki yıla göre %14 oranında artarken, yurtdışı yatırımcı pay senedi işlem hacmi ise %10 oranında düşmüştür. Bu düşüşte, bir aracı kurumun ana ortağı olan yatırım bankası tarafından devralınması etkili olmuştur. Bu kurumun işlem hacmi dâhil edildiğinde, yabancıların hacminin yılın ilk yarısında %10 oranında arttığı görülmektedir.

Bu aracı kurum dâhil edildiğinde Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %75'inin yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcıların 2017 yılı Haziran sonu itibariyle işlem gören payların yalnızca %35'ine sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 2: Aracı Kurumların Pay Senedi İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

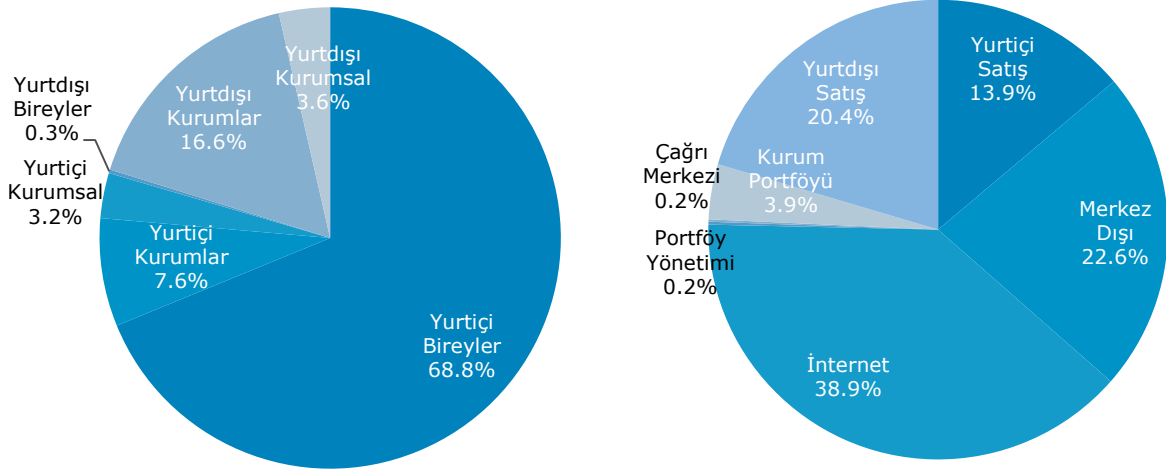
Pay senedi işlemlerinde yurtdışı satış ve pazarlama biriminin payı düşerken, internetin payı artmaktadır.

İnternet üzerinden yapılan işlemler, genellikle yurtdışı bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. 2016 yılı genelinde topla-

mın %33'ü kadar olan internet üzerinden işlemlerin payı, 2017'nin ilk yarısında %39'a yükselmiştir. İleride inceleneceği üzere irtibat bürolarının sayısı ve işlem hacmindeki payı azalmıştır. Diğer taraftan şubeler aracılığıyla yapılan işlemlerin payı ise artmıştır.

Sonuçta, merkez dışı birimlerdeki işlem aynı dönemine göre hemen hemen aynı hacmi payı, 2017 yılı ilk yarısında geçen yılın kalmış %22 oranında gerçekleşmiştir.

Grafik 3: Yatırımcı ve Departman Bazında Pay İşlem Hacmi (Ocak – Haziran 2017)



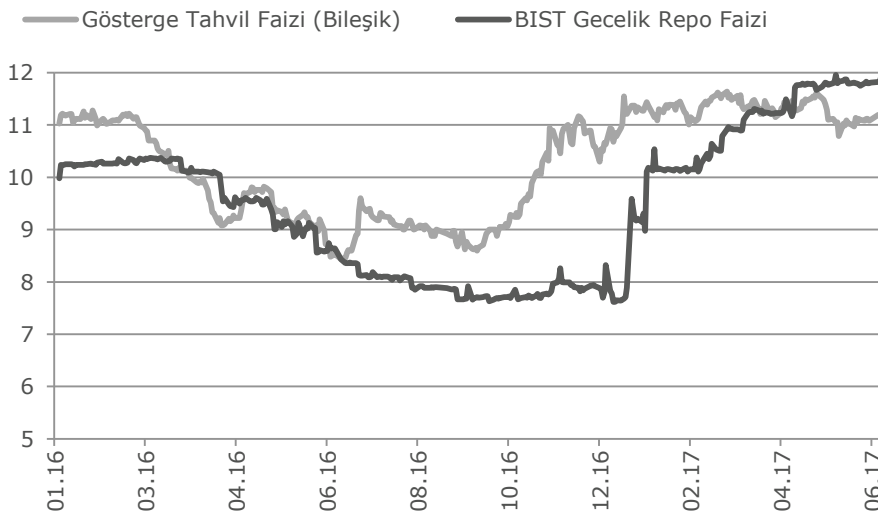
Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

TCMB, 2016 yılı sonunda %8,3 olan ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranını, 2017 yılı Haziran ayı sonunda %12 civarına kadar kademeli olarak yükseltmiştir. BIST repo faizi de bu faize bağlı olarak artmıştır.

2016 yılının son dönemlerinde küresel oynaklığın artmasıyla birlikte çift haneye yükselen gösterge niteliğindeki devlet tahvilinin faizi, TCMB'nin parasal sıkılaşmayı güçlendirmesiyle, yılın ikinci çeyreğinde küresel piyasalara ilişkin olumlu beklentiler ile %11,5 civarından %11 seviyelerine inmiştir.

Grafik 4: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de banka-

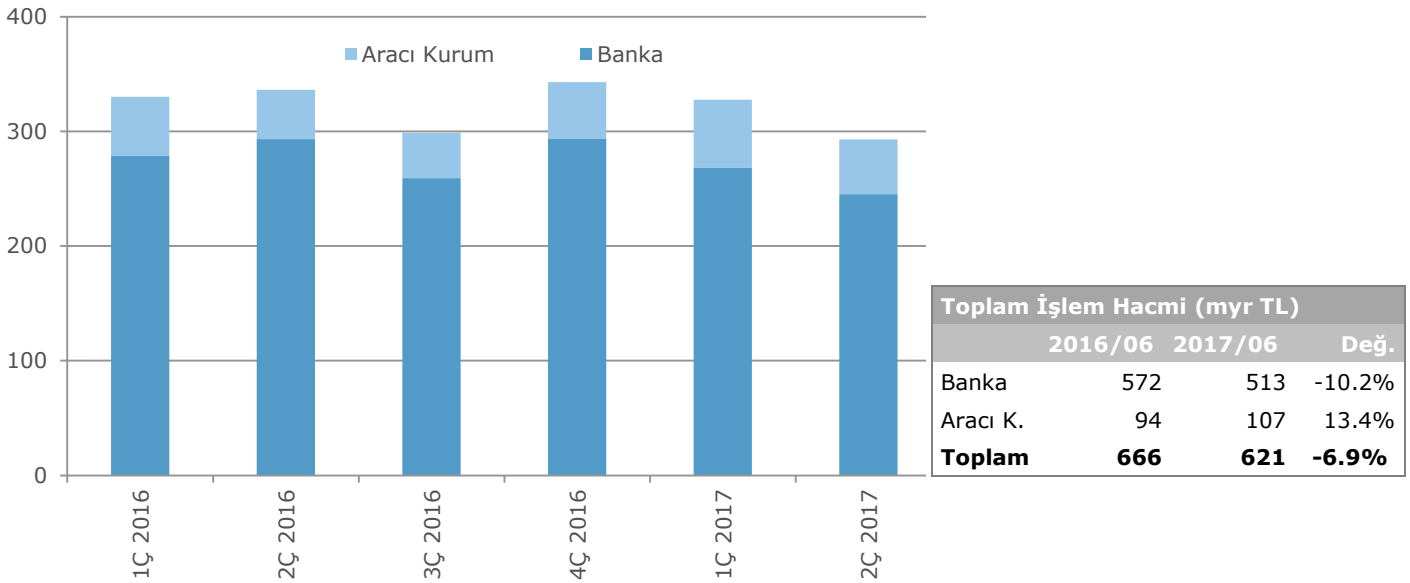
lar faaliyet göstermektedir. Aşağıda gösterilen işlem hacimleri aracı kurum ve bankala-

rın, Borsa İstanbul ve borsa dışındaki (tescil) kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerini kapsamaktadır (çift taraflı). Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemler, toplama dâhil edilmemiştir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri 2017 yılı ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %7 oranında düşerek 621 milyar TL'ye gerilemiştir. Toplam hacim gerilerken aracı kurumların işlem hacmi %13 oranında artmış, bu işlemlerde aracı kurumların payı %17'ye çıkmıştır.

Yatırım kuruluşlarının repo/ters-repo işlemleri 2017 yılı ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %40 oranında gerileyerek 5 trilyon TL'ye inmiştir. Bu işlemlerde de hâkim yatırım kuruluşları bankalar olup aracı kurumların bu piyasadaki payları genel olarak %8 civarında kalmaktadır. 2017 yılı ilk yarısında aracı kurumların toplam işlem hacmindeki payı geçen yılın aynı dönemine göre 3 puan artarak %17'ye yükselmiştir. İlerideki tablolarda yalnızca aracı kurumların işlemlerinin detayı incelenmektedir.

Grafik 5: Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi (milyar TL)



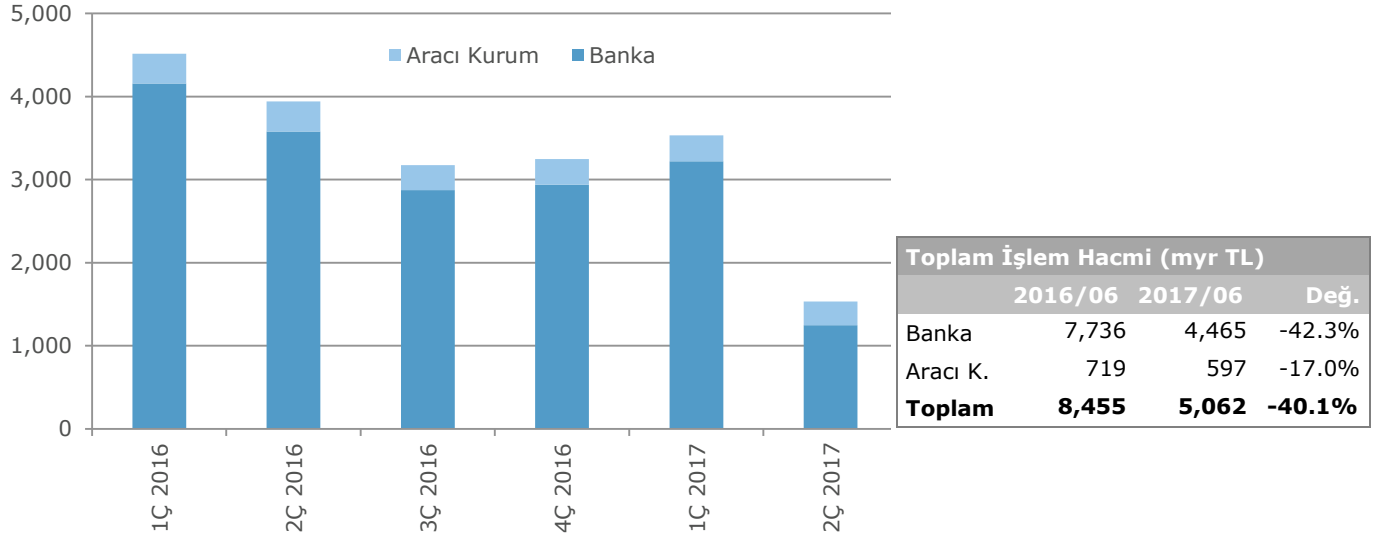
Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılının ilk altı ayında tahvil/bono kesin alım satım işlemleri, 38 aracı kurum tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu rakam, bir önceki yılın aynı dönemine göre %13 oranında artarak 107,2 milyar TL olmuştur.

SGMK işlemlerinde aracı kurumlar arasındaki yoğunlaşmanın oldukça yüksek olduğu ifade edilebilir.

2017 yılı ilk altı ayında aracı kurumların tahvil/bono işlemlerinin %71'i, Ak Yatırım ve Yapı Kredi Yatırım tarafından gerçekleştirilmiştir. Aracı kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Aracı kurumlar, ilgili dönemde SGMK işlemlerinin %83'ünü aracı kurumların genel merkezini ifade eden yurtiçi satış ve pazarlama departmanı üzerinden gerçekleştirmiştir.

Grafik 6: Yatırım Kuruluşlarının Repo/Ters-Repo İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

Repo/ters-repo işlemleri incelendiğinde, 33 aracı kurum tarafından 2017 yılı ilk yarısında gerçekleştirilen işlemlerin 2016'nın aynı dönemine göre %17 oranında düştüğü görülmektedir. Repo/ters-repo pazarında yüksek yoğunlaşma görülmektedir. 30'dan fazla aracı kurum bu piyasada işlem yapmış ol-

masına rağmen, Halk, Ak, Vakıf ve Yapı Kredi Yatırım'ın aracı kurumlarca yapılan işlemlerin %60'ını gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurum müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır.

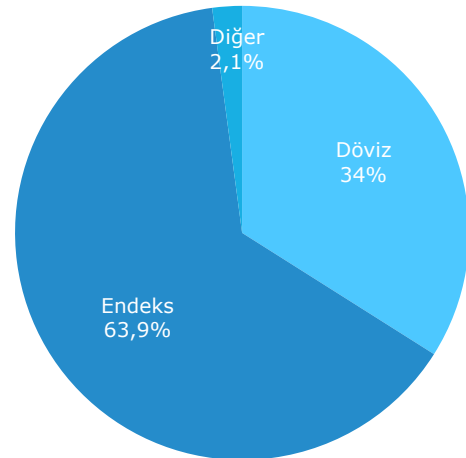
VADELİ İŞLEMLER

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (ViOP) banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir. Bununla beraber, vadeli işlemlerin %99'dan fazlasının aracı kurumlar tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

2017 yılının ilk yarısında yatırım kuruluşlarının toplam vadeli işlem hacmi, geçen yılın aynı dönemine göre %24 oranında artarak 757 milyar TL olmuştur.

Başta endeks ve döviz olmak üzere toplam 10 ayrı varlık sınıfında vadeli işlem yapılmaktadır. Ancak, endeks ve döviz vadeli işlem pazarları toplam işlem hacminin %98'ini oluşturmakta olup diğer dayanak varlıkların hacmi oldukça sınırlı kalmaktadır.

Grafik 7: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi (Ocak – Haziran 2017)

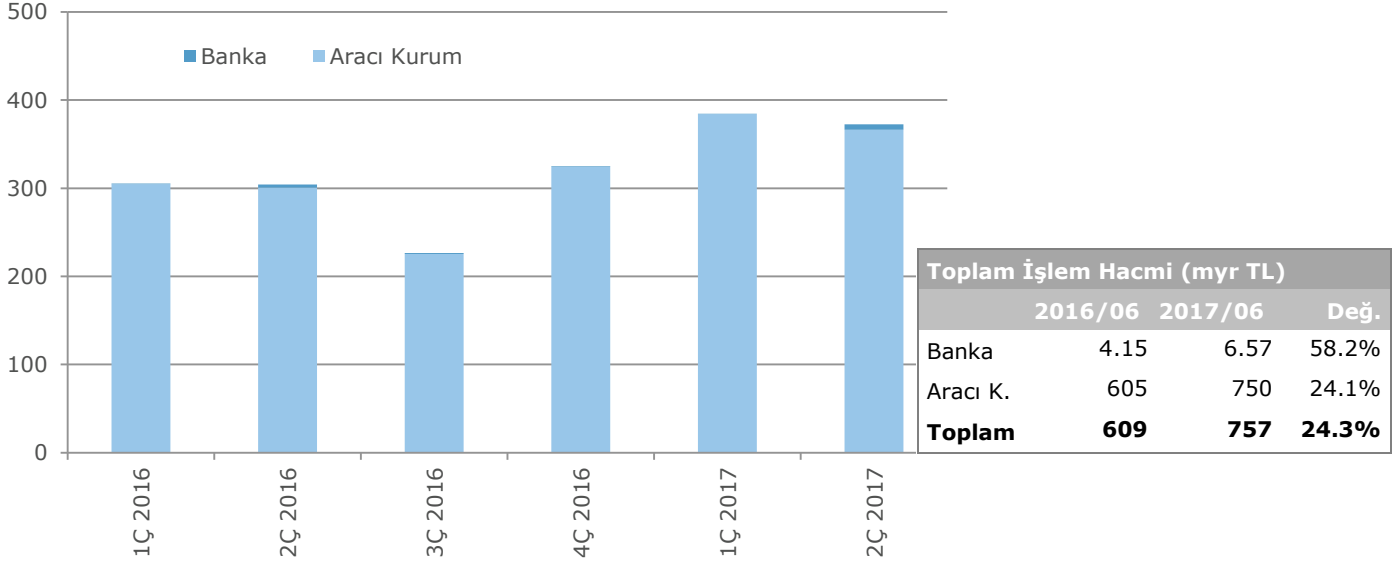


Kaynak: Borsa İstanbul

2016 yılı genelinde vadeli işlem hacminde döviz kontratlarının payı %23 oranındayken, 2017 yılı ilk yarısında %34'e yükselmiştir.

Bu gelişmede, 2016 yılı son çeyreğinden itibaren, döviz kurunda yaşanan oynaklık etkili olmuştur.

Grafik 8: Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (milyar TL)

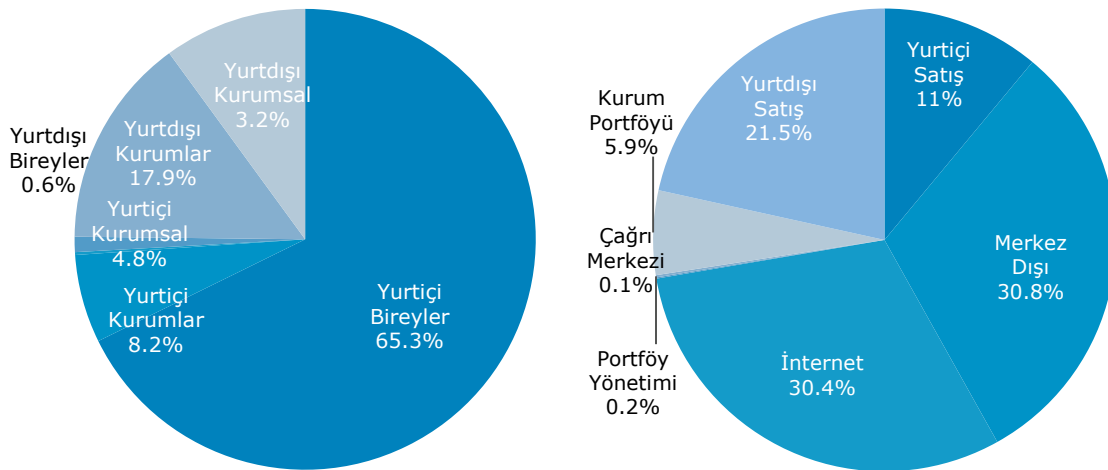


Kaynak: Borsa İstanbul

58 aracı kurum tarafından gerçekleştirilen vadeli işlem hacmi, 2017'nin ilk altı ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %24 oranında artarak 757 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

2016 yılının son dönemlerinde döviz kurlarında oynaklığın artması vadeli işlem hacmindeki artışta etkili görülebilir.

Grafik 9: Yatırımcı ve Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi (Ocak – Haz. 2017)



Kaynak: TSPB

2017 yılının ilk yarısında vadeli işlemler hacminin %15'ini gerçekleştiren İş Yatırım, bu işlemlerde birinci sırada yer almaktadır. Sırasıyla %12 ve %10 pazar payıyla Garanti

ve TEB Yatırım bu kategoride ikinci ve üçüncü sırada bulunmaktadır.

Vadeli işlemlerin yoğunlukla internet, merkez dışı birimler ve yurtdışı satış ve pazarlama departmanları tarafından yapıldığı görülmektedir.

Kurum portföyüne yapılan işlemlerin 2016 yılı ilk yarısında %3 ağırlığı varken, işlem hacminin artışıyla birlikte bu pay 2017 yılının ilk yarısında 3 puan artarak %6'ya yükselmiştir. Diğer departmanların ağırlığında ön-

ceki döneme önemli bir değişim gözlenmemiştir.

Vadeli işlemlerde en yüksek ağırlığa sahip olan yurtiçi bireysel yatırımcıların payı, 2017 yılı ilk yarısında, geçen yılın aynı dönemine göre 3 puanlık yükselişle %65'e ulaşmıştır. Diğer yandan kurum portföyüne yapılan işlemlerdeki artışı yansıtır şekilde yurtiçi kurumların payı 3 puan artarak %8'e yükselmiştir.

OPSİYONLAR

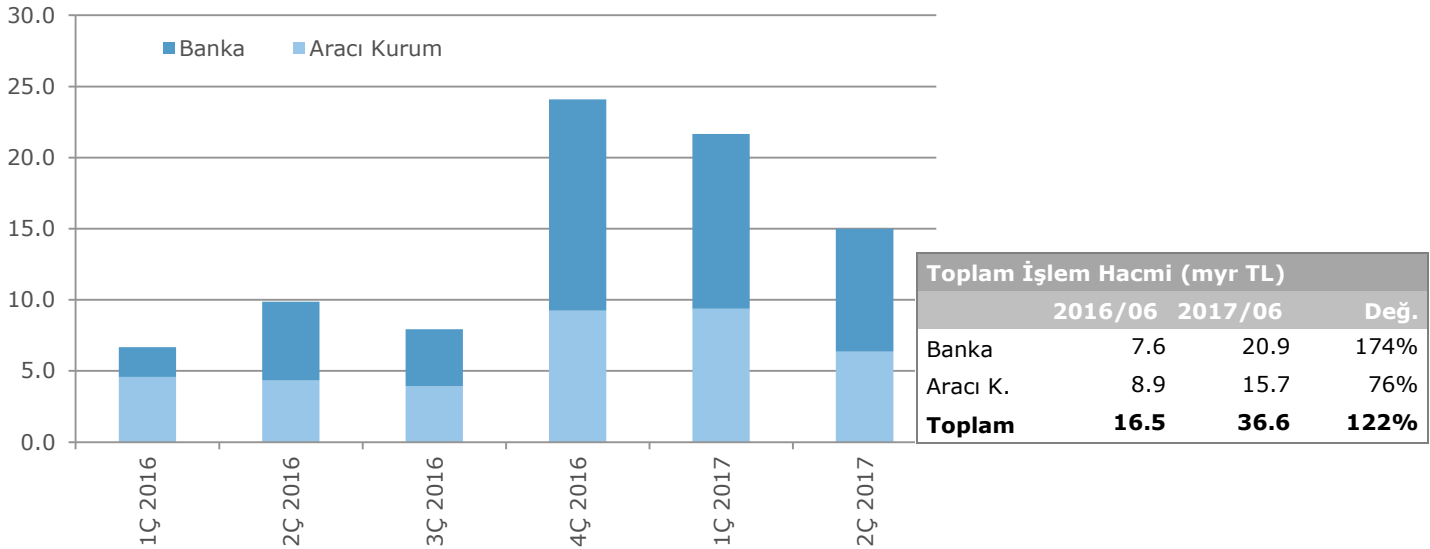
2017 yılı ilk yarısında 29 aracı kurum ve 4 banka toplam 36 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiştir. Bu rakamın 15 milyar TL'si aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir.

2016 yılının ilk yarısında aracı kurumların opsiyon işlem hacmindeki payı %54 oranın-

dayken, bu dönemde bankaların döviz opsiyonlarındaki işlem hacminin artışına bağlı olarak %43 oranına gerilemiştir.

2016 yılı son çeyreğinden itibaren, döviz kurunda yaşanan oynaklıkla birlikte döviz opsiyon işlem hacmi artmıştır.

Grafik 10: Yatırım Kuruluşlarının Opsiyon İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

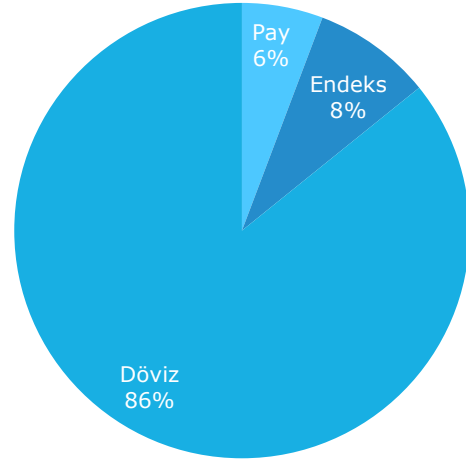
Dövizli dayanak alan opsiyon işlemleri, 2017 yılı ilk yarısı itibarıyla opsiyon piyasasında gerçekleştirilen toplam işlem hacminin %86'sını oluşturmaktadır. 2016 yılında bu oran %82 civarındaydı. Vadeli işlemlerdeki duruma benzer olarak, kurda yaşanan oynaklık, yatırımcıların bu ürüne olan taleplerinin artmasında etkili görülebilir.

Aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlemlerine çeyrekler itibarıyla bakıldığında, 2016 yılı üçüncü çeyreğinde yaşanan gerilemeyi, yılın dördüncü çeyreğinde hızlı bir artışın takip ettiği görülmektedir. Ancak, 2017 yılı ilk çeyreğinde 9,4 milyar TL olan opsiyon işlem hacmi, 2017 yılı ikinci çeyreğinde önceki çeyreğe göre %32 oranında düşerek 6,4 milyar TL'ye gerilemiştir.

2017 yılı ilk yarısında aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %72'si yurtiçi bireyler tarafından gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %17'si kurum portföyüne yapılmıştır.

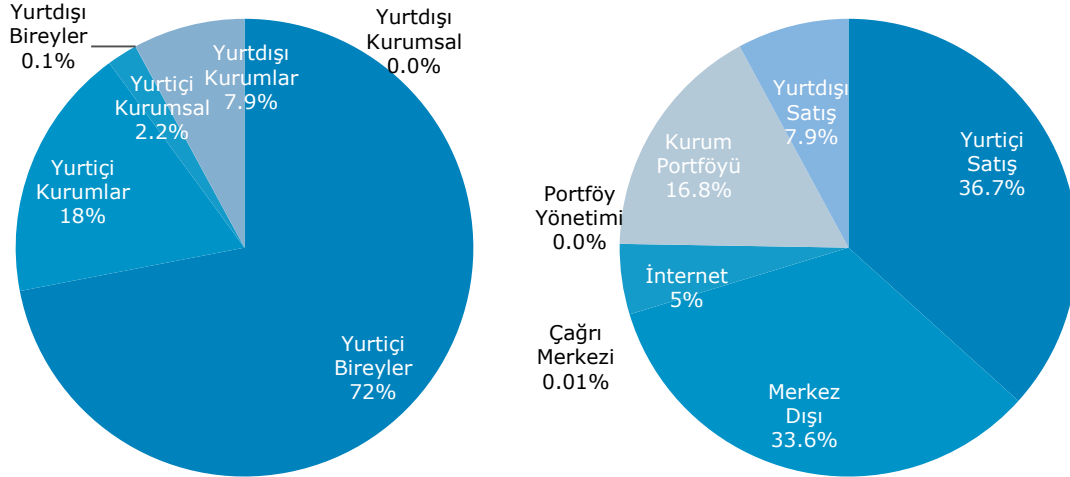
Aracı kurumlarca yapılan opsiyon işlem hacminde %25'lik payla Osmanlı Yatırım'ın ilk sırada yer aldığı Yatırım Finansman, Ata Yatırım, Ak Yatırım ve İş Yatırım'la beraber ilk beş kurumun payının %70'i bulunduğu görülmektedir.

Grafik 11: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi (Ocak – Haziran 2017)



Kaynak: Borsa İstanbul

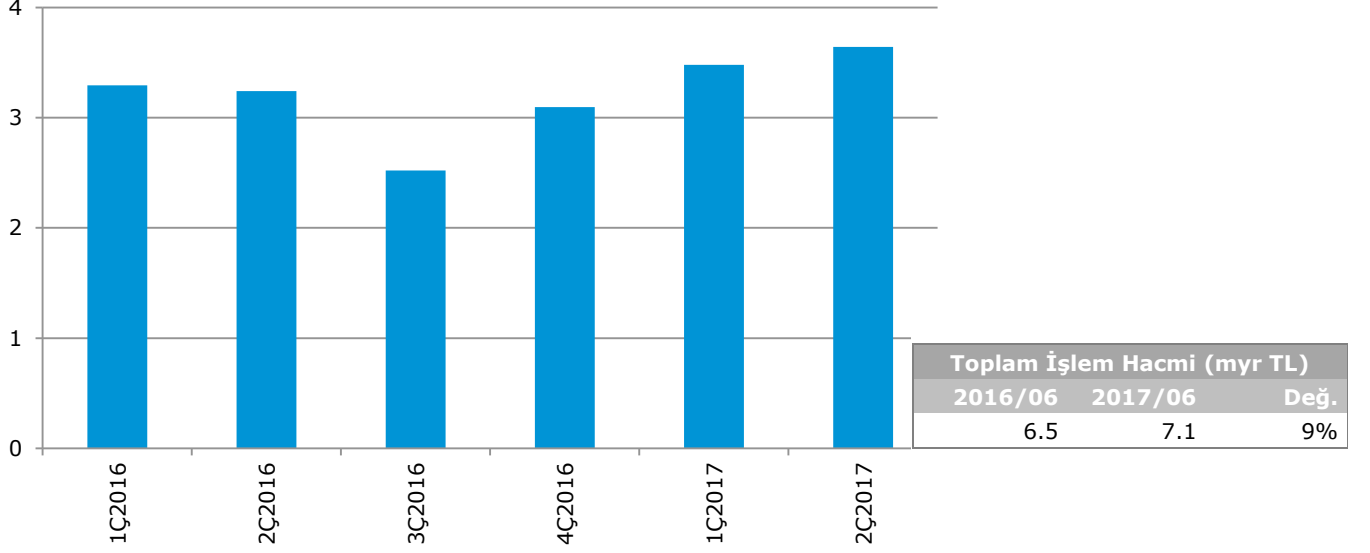
Grafik 12: Yatırımcı ve Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi (Ocak–Haziran 2017)



Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Grafik 13: Aracı Kurumların Varant İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılının ilk yarısında 45 aracı kurum tarafından 7,1 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu tutar bir önceki yılın aynı dönemine göre %9 oranında artmıştır.

Pay senetlerinde olduğu gibi varant işlemlerinde de hacim ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu üründe yabancı işlemlerinin tamamı ihraççı yabancı kurum ile piyasa yapıcılığı çerçevesinde yapılan iş-

lemlere ait olup, bu işlemlerin toplamdaki payı %25'tir.

Varant piyasasında yoğunlaşmanın oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Sırasıyla %40 ve %23 işlem hacmi payı ile piyasa yapıcısı olan İş Yatırım ile Deutsche Securities'in piyasanın %63'üne sahip olduğu anlaşılmaktadır.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen kaldıraçlı alım-satım işlemleri, Türkiye'de yerleşik kişilerce sadece Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılabilmektedir.

10 Şubat 2017 tarihinde yürürlüğe giren kaldıraçlı işlemlere ilişkin düzenlemeyle birlikte, kaldıraç oranı 1:100'den 1:10'a çekilmiş, yatırımcılar için 50.000 TL tutarında başlangıç teminatı alt sınırı getirilmiştir. Bu düzenleme neticesinde, işlem hacmi önemli ölçüde düşmüş, bazı kurumlar kapanma sürecine girmiştir.

2016 yılının son çeyreğinde, Burgan ve Sanko Yatırım, aldığı yönetim kurulu kararı gereğince kaldıraçlı işlemlerini durdurmuştur. Başkent Yatırım, aynı dönemde faaliyetini geçici olarak durdurmak üzere yönetim kurulu kararı almıştır.

2016 sonunda Atig, 2017 yılının ilk çeyreğinde Ekspres Yatırım, faaliyetini geçici olarak durdurmak üzere karar alırken, Ahlatçı Yatırım, ilk defa sermaye piyasası faaliyetine başlamıştır. Bununla beraber, 2017 yılı ikinci çeyreğinde de gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden kurumlar, kapanmaya devam etmiştir. Mayıs ayında

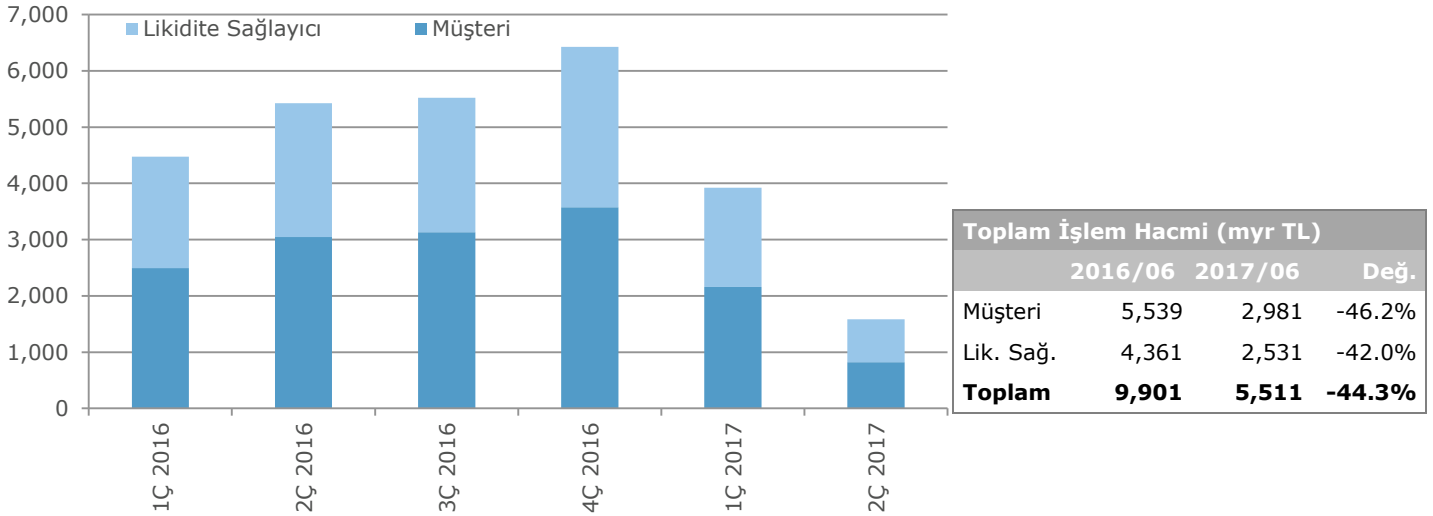
Destek Yatırım ve Referans Menkul Değerler faaliyetini durdurma kararı alırken, Haziran ayında ise Polonya merkezli XTB ve Danimarka merkezli Saxo Capital, Türkiye’deki tüm operasyonlarını sonlandırma kararı almıştır.

Sonuç olarak verisi derlenen 38 aracı kurum müşterileri ile toplam 3 trilyon TL tutarında kaldıraçlı işlem gerçekleştirmiştir. Kaldıraçlı işlemlere konu olan finansal varlıklara fiyat sağlayan üçüncü tarafları ifade eden likidite sağlayıcılarla yapılan işlemler %42 oranında düşerek 2,5 trilyon TL olmuştur. Müşteriler ile yapılan işlem hacminin, likidite sağlayıcı kuruluşlar ile yapılan işlem hacminden yüksek olduğu görülmektedir. Bu fark, bazı aracı kurumların müşterilerin pozisyon riskini taşımasından kaynaklanmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde işlem hacmi bakımından önde gelen aracı kurumlardan bazılarının, pay, vadeli işlemler gibi ürünlerde sınırlı faaliyet gösterdiği, bu kurumların çoğunlukla sadece kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaştığı anlaşılmaktadır. 2017 yılının ilk yarısında en yüksek pazar payına %13 oranıyla GCM’nin sahip olduğu, onu sırasıyla %9 oranlarıyla Invest-AZ ve Işık Menkul Değerler’in takip ettiği görülmektedir.

Bununla beraber, Ak Yatırım, Finans Yatırım ve Ata Yatırım’ın sektördeki genel eğilimin aksine işlem hacimlerini yılın ikinci çeyreğinde artırdığı gözlenmektedir.

Grafik 14: Aracı Kurumların Kaldıraçlı İşlem Hacmi (milyar TL)



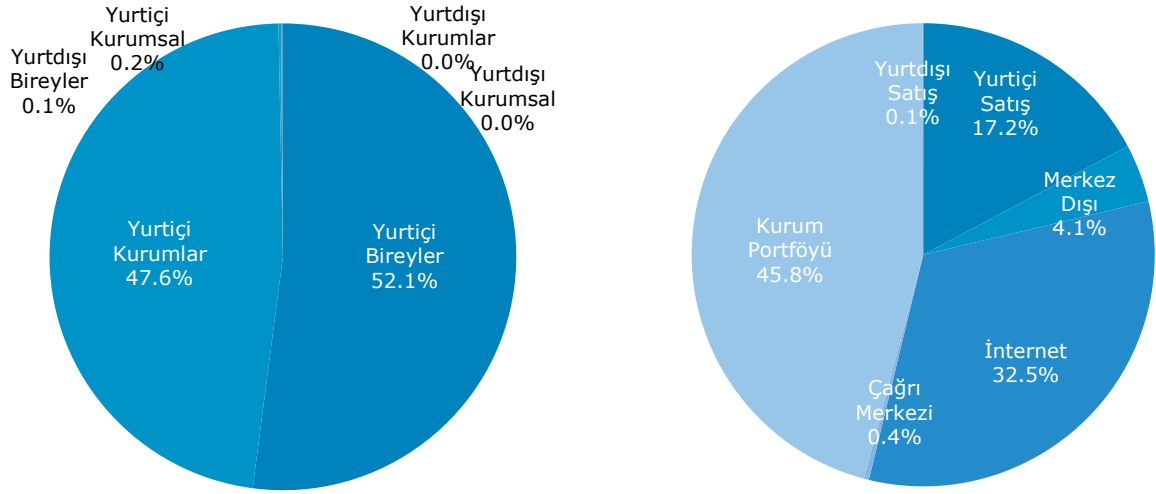
Kaynak: TSPB

Yurtiçi yatırımcılar, kaldıraçlı işlemler piyasasında ağırlıklı olarak işlem hacmini yaratan yatırımcı grubudur.

2017 yılının ilk yarısında kaldıraçlı işlemlerde internet kanalını kullanma oranı %32 iken,

işlemlerin %17’si yurtiçi satış departmanı aracılığıyla yapılmaktadır. Pay piyasası, vadeli işlemler gibi piyasaların aksine kaldıraçlı işlemlerde merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki yerinin düşük olduğu görülmektedir.

Grafik 15: Yatırımcı ve Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi



Kaynak: TSPB

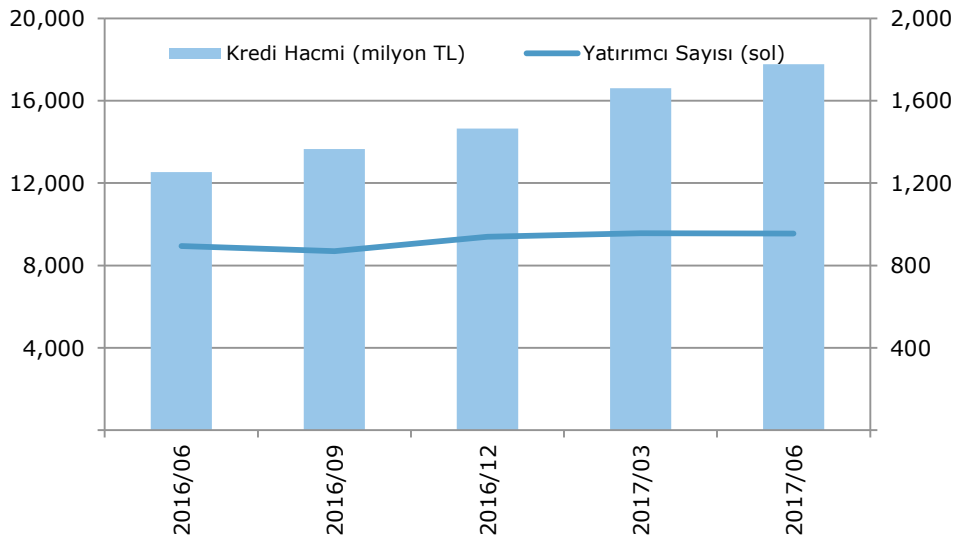
AÇIĞA SATIŞ, KREDİLİ ve ÖDÜNÇ İŞLEMLER

Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, 2017 yılının ilk yarısında 2016 sonuna göre %21 oranında artarak 1,77 milyar TL ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. BIST-100 endeksinin de aynı dönemde %30 oranında yükseldiği göz önüne alındığında, kredi bakiyesindeki artış endeksteeki yükselişle kısmen açıklanabilir.

Kredili işlem bakiyesinin yarısını banka kökenli 4 aracı kurum oluşturmaktadır. Kredi

kullanan yatırımcı sayısı, 9.547 kişi olurken, yatırımcı başına kredi hacmi 2016 sonunda 156.012 TL iken bu dönemde 186.157 TL'ye yükselmiştir. Kredi bakiyesi en yüksek ilk 4 kurumda bu ortalama 800.000 TL'ye yaklaşmaktadır. Bununla beraber, kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar dâhil değildir.

Grafik 16: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri



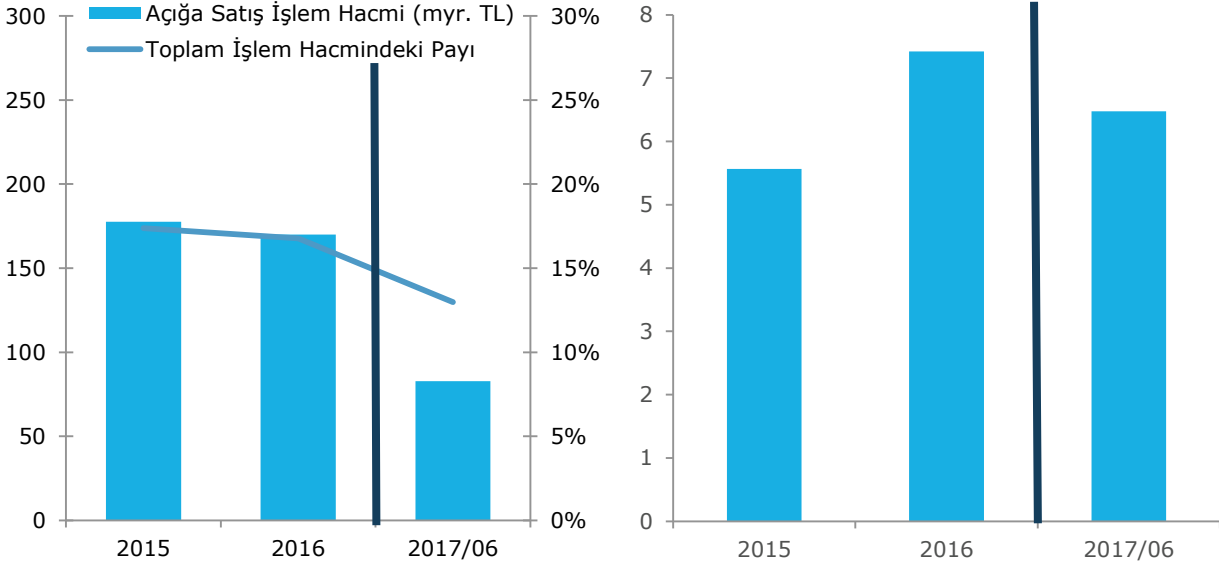
Kaynak: TSPB

Borsa İstanbul'da gerçekleşen açığa satış işlemleri, 2017 yılı ilk yarısında 83 milyar TL olmuştur. 2016 yılında %17 oranında olan açığa satış işlemlerinin toplam işlem hacmindeki payı, 2017 yılı ilk yarısı dönemi itibarıyla %13'e gerilemiştir. Bu oranın düşüşünde, borsa endeksinin yükselmeye devam

edeceğini düşünen yatırımcıların açığa satış işlemi yapmaktan uzak durmasının etkisi olabilir.

Ödünç pay piyasası işlem hacmi ise 6.5 milyar TL ile neredeyse yılı 2016 tamamındaki tutara yaklaşmıştır.

Grafik 17: Açığa Satış ve Ödünç Pay Piyasası İşlemleri (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

KURUMSAL FİNANSMAN

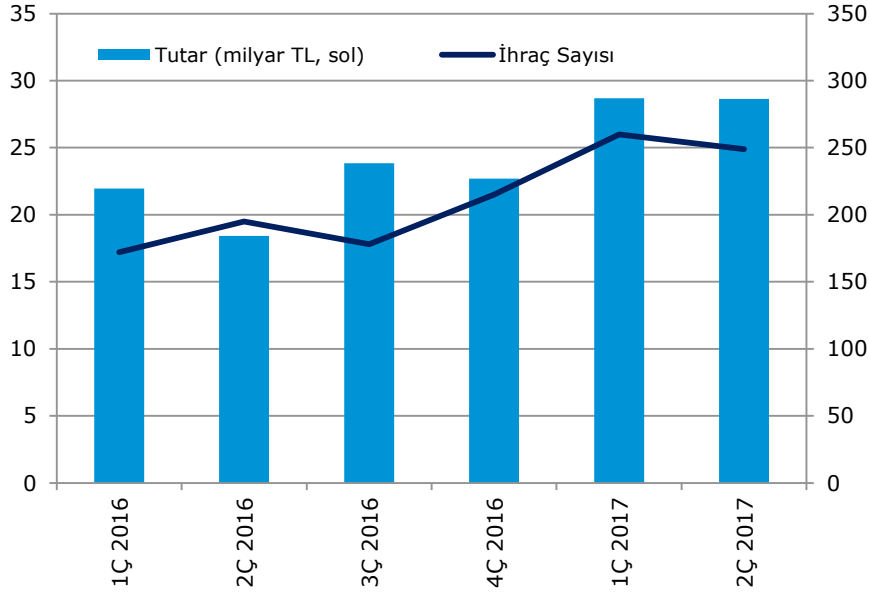
Tablo 1: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)						
	1Ç 2016	2Ç 2016	3Ç 2016	4Ç 2016	1Ç 2017	2Ç 2017
Birincil Halka Arz	1	1	0	0	0	3
İkincil Halka Arz	0	0	0	0	0	0
Tahvil-Bono İhracı	165	188	166	183	212	218
Şirket Sat. Alma/Birl.-Alış Tarafı	1	1	1	1	0	1
Şirket Sat. Alma/Birl.-Satış Tarafı	1	6	2	2	4	2
Finansal Ortaklık	0	0	0	0	0	0
Sermaye Artırımı	17	6	4	1	16	4
Temettü Dağıtım	23	4	8	9	23	4
Özelleştirme Projeleri-Alış Tarafı	1	0	0	0	1	1
Özelleştirme Projeleri-Satış Tarafı	0	0	0	1	0	0
Diğer Danışmanlık	25	17	31	17	35	13
Toplam	234	223	212	214	291	246

Kaynak: TSPB

2017 yılının ilk yarısında aracı kurumlar 435 adet yeni kurumsal finansman projesi almış,

toplamda 430'u tahvil ihracı olmak üzere toplam 537 adet proje tamamlanmıştır.

Grafik 18: Tahvil İhraçları (Halka Arz ve Nitelikli Yatırımcıya Satış)



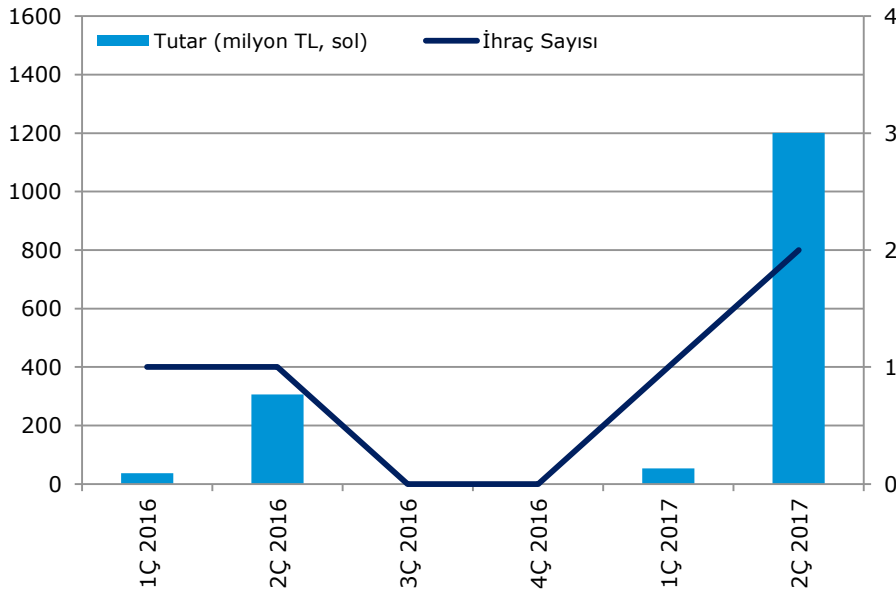
Tahvil İhraçları			
	2016/06	2017/06	Değ.
Sayı	367	509	38.6%
Tutar (myr TL)	40	57	42.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı ilk yarısında, borsada 509 adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiş ve 57,3 milyar TL'lik hasılat elde edilmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalarca gerçekleştirildiğinden aracı kurumların tamamlanan tahvil ihracı sayısı ile farklılık göstermektedir. Aynı dönemde aracı kurumlarca 430 adet tahvil ihracı yapılmıştır. 2017 yılı ilk yarısında 20 sermaye

artırımı ile 27 temettü dağıtımı gerçekleştirilmiştir. 2017 yılının ilk yarısında aracı kurumların aracılık ettiği sermaye artırımları ile şirketlere 2,07 milyar TL kaynak aktarılmıştır. Değerleme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsayan 48 diğer danışmanlık sözleşmesi yılın ilk yarısında tamamlanmıştır.

Grafik 19: Pay Senedi Halka Arzları



Pay Senedi Halka Arzları			
	2016/06	2017/06	Değ.
Sayı	2	3	50%
Tutar (mİn TL)	343	1.254	266%

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı ilk yarısında, Mistral GYO, Fonet Bilgi Teknolojileri (Ana Pazar) ve Mavi Gi-

yim'in (Yıldız Pazar) halka arzları gerçekleştirilmiştir.

Bu arzlardan 1,25 milyar TL tutarında satış hasılatı elde edilmiştir. Bu satış hasılatının 1,17 milyar TL'lik ağırlıklı kısmının Haziran

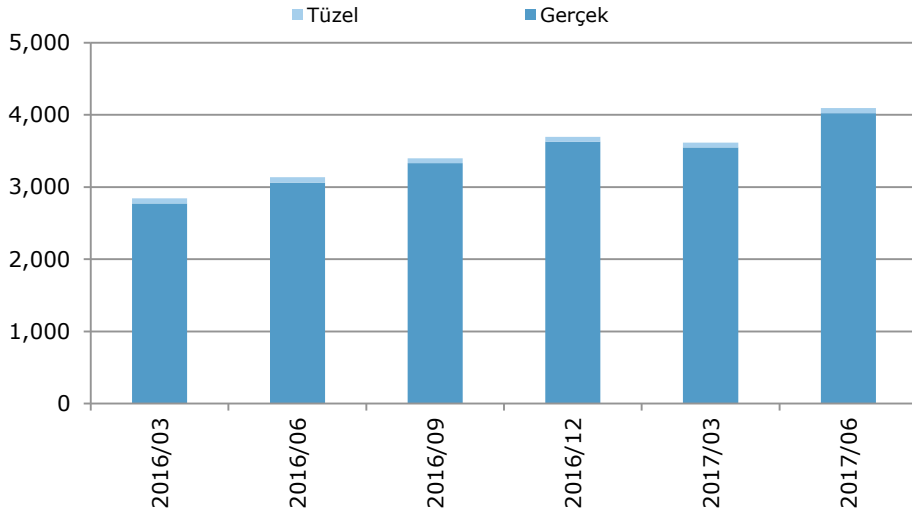
ayında gerçekleştirilen Mavi Giyim'den kaynaklandığı görülmektedir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, aracılık faaliyetleri yanında bireysel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır. Düzenlemelerdeki değişiklikler sonucu 2014 sonu itibarıyla kolektif yatırım

kuruluşlarının portföylerini (yatırım fonları) yönetme yetkisi portföy yönetim şirketlerine devredilmiştir.

Grafik 20: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı

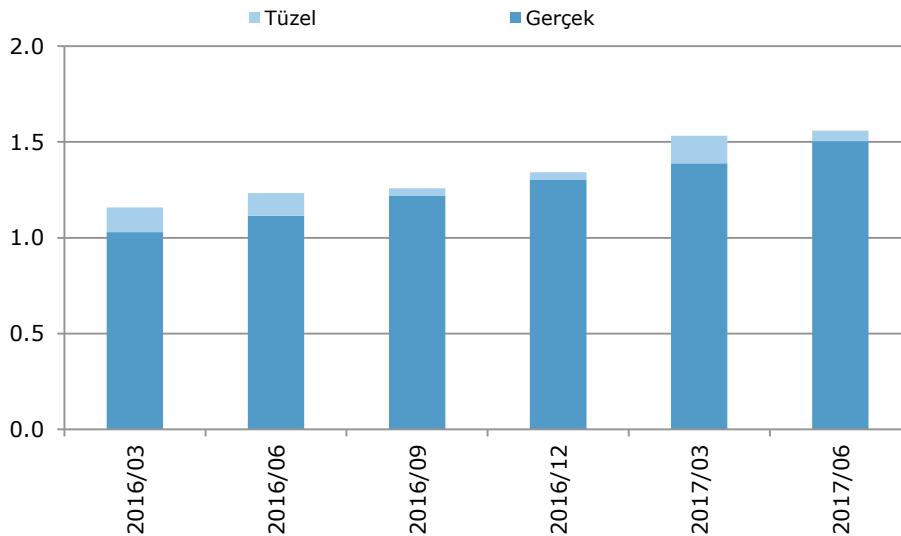


Kaynak: TSPB

2017 yılı ikinci çeyreğinde 18 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir. Müşteri sayısının 2015 sonundan itibaren arttığı ve Haziran sonu itibarıyla 4.093

kişiye ulaştığı görülmektedir. Bununla beraber, müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Grafik 21: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yön. Portföy Büyüklüğü (myr. TL)



Kaynak: TSPB

Aracı kurumların yönettiği portföy büyüklüğü, 2017 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %16 oranında artarak 1,55 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2016 yılı sonu itibarıyla 39 milyon TL olan tüzel kişilerin portföy büyüklüğü, Mart ayı

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumlar, genel merkezlerinin yanında müşterilerine şube, irtibat bürosu ve acenteler aracılığıyla da hizmet vermektedir. 30 Haziran 2017 itibarıyla toplam 41 kurumun merkez dışı birimleri bulunup, bu birimlerin %90'ından fazlasının emir iletimine aracılık eden acentelerden oluştuğu anlaşılmaktadır.

sonunda 144 milyon TL'ye yükseldikten sonra, Haziran ayı sonunda 55 milyon TL'ye gerilemiştir. Aracı kurumlar Haziran 2017 sonu itibarıyla 4.025 bireysel yatırımcının 1,5 milyar TL'lik portföyünü yönetmektedir.

Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, bağımsız aracı kurumların yine çeşitli banka veya katılım bankaları ile anlaştığı görülmektedir. Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, Haziran 2017 itibarıyla banka iştiraki olmayan üç aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Erişim Ağı

	2016/03	2016/06	2016/09	2016/12	2017/03	2017/06
Şubeler	331	330	310	310	303	297
İrtibat Büroları	74	69	67	59	37	37
Acente Şubeleri	7,256	6,503	6,705	6,512	6,486	6,480
TOPLAM	7,661	6,902	7,082	6,881	6,826	6,814

Kaynak: TSPB

2016 yılında sonra 2017 yılında da aracı kurumlar merkez dışı birimlerini kapatmaya devam etmiştir. 2016 yılının ilk yarısında 330 olan şube sayısı, 2016 sonunda 310'a, 2017'nin Haziran ayında ise 297'ye düşmüştür.

İrtibat bürolarında da 2016 başında 70'in üzerinde olan sayı 2017'nin ilk yarısında 37'ye inmiştir. 2017 yılı ilk çeyreğinde yürürlüğe giren foreks düzenlemesinden sonra, gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden kurumlar, aldığı tasarruf tedbirleri kapsamında irtibat bürolarının önemli bir kısmını kapatmıştır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

2017 yılının ilk altı ayında aracı kurumların çalışan profilini etkileyen en önemli gelişme, Şubat ayında yürürlüğe giren foreks düzenlemesi olmuştur. Bu düzenlemenin hemen ardından, gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden aracı kurumlar küçülmeye gitmiştir. Bu aracı kurumların ilk adımı, bazı merkez dışı birimlerini kapatmak ve yurtiçi satış birimlerinde istihdamı azaltmak olmuştur. Bazı kurumlar ise faaliyetlerini tamamıyla sonlandırmıştır.

2017 yılı ilk çeyreğinde aracı kurumların personel sayısı 1378 kişi azalırken, 2017 yılı ikinci çeyreğinde de 303 kişi daha azalmıştır.

Bununla beraber, sektör genelinde personel sayısının azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. 2017 yılı ilk altı ayında 54 kurum personel sayısını azaltırken, sadece 11 kurum personel sayısını artırmıştır.

Sonuçta, aracı kurumların çalışan sayısı, 2017'nin ilk altı ayında 1.681 kişi azalarak 2009 yılı Aralık ayından bu yana en düşük seviye olan 4.797 kişiye gerilemiştir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı, 2016 yılı sonunda 91 kişi iken, bu dönemde 74 kişi olarak gerçekleşmiştir.

İstihdam kaybı departman bazında incelendiğinde, kaybın ağırlıklı olarak yurtiçi satış - pazarlama birimleri (692 kişi) ve merkez dışı birimlerde (462 kişi) olduğu görülmüştür. Bu iki birimde yaşanan istihdam kaybı, toplam istihdam kaybının üçte ikisini oluşturmuştur.

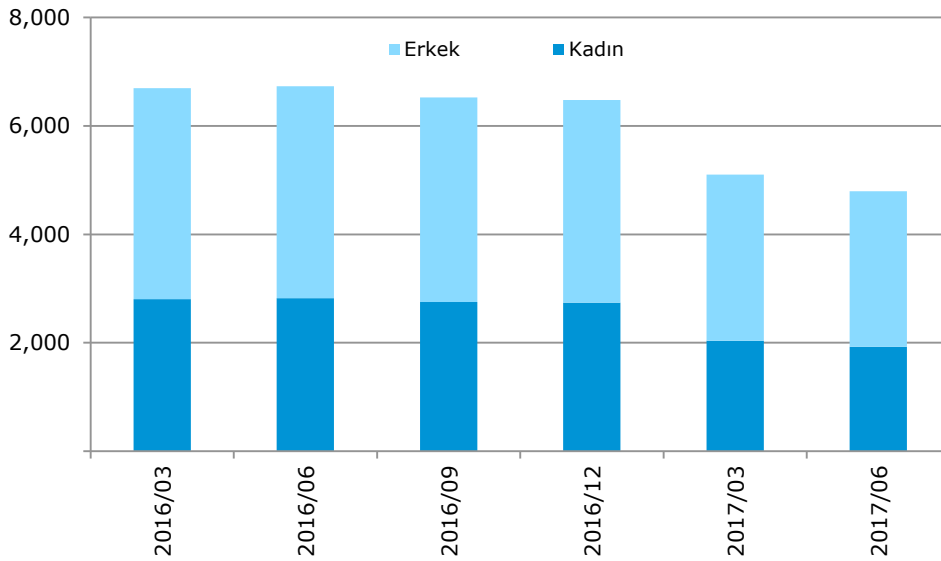
İstihdam kaybı tecrübe ve yaş bazında incelendiğinde, sene sonuna göre toplam istihdam kaybının yarısının 2 yılın altında tecrübeye sahip çalışanlardan ileri geldiği gözlenmektedir. Çalışan sayısındaki azalışın yaş

dağılımına bakıldığında, 18-25 yaş aralığındaki istihdam kaybının (602 kişi) toplam kaybın %35'ini oluşturduğu görülmektedir.

İstihdam kaybında çalışanların cinsiyet dağılımı incelendiğinde, foreks düzenlemesi sonrasında, ağırlıklı olarak yurtiçi satış ve pazarlama alanında çalışmak üzere istihdam edilen kadın personelin işini kaybetmesiyle, kadın personel sayısında 2016 yılı sonuna göre 818 kişi düşüş görülmektedir.

2017 yılı ilk yarısında personel sayısını en fazla azaltan şirketler, GCM (341 kişi), Destek Yatırım (239 kişi) ve Işık Menkul Değerler (224 kişi) olmuştur. Bu kurumlardan Destek Yatırım, Nisan ayı içerisinde sermaye piyasası faaliyetini durdurmak üzere karar almıştır.

Grafik 22: Aracı Kurumların Çalışan Sayısı



Kaynak: TSPB

Çalışanların departman dağılımına bakıldığında, foreks düzenlemesinin etkilerini daha açık görebilmek mümkündür. Yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde istihdam edilen aracı kurum çalışanları sayısı 2016 sonunda 1.264 kişi iken, bu dönemde 572 kişiye, merkez dışı birimlerde çalışanların sayısı 2.005 kişi iken 1.543 kişiye, irtibat bürolarında çalışanların sayısı 565 kişi iken 178 kişiye geri-

lemiştir. Bu gelişmede, aracı kurumların son dönemde bazı irtibat bürolarını kapatması etkili olmuştur.

Aracı kuruluşlarda personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı gö-

rılmaktadır. Toplam çalışanların %58'i bu üç birimde çalışmaktadır.

birimlerinde olup 2017 yılı ilk yarısında 13 kişi olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3'te görüleceği üzere, ortalama çalışan sayısı en fazla yurtiçi satış ve pazarlama

Tablo 3: Çalışanların Departman Dağılımı				
	Çalışan Sayısı	Çalışan Sayısı	Çalışanların Dağılımı	Ortalama Çalışan Sayısı
	2016/12	2017/06	2017/06	2017/06
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	2,005	1,543	32%	5
Şube	1,421	1,365	28%	5
Acente	19		0%	-
İrtibat Bürosu	565	178	4%	5
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	1,264	577	12%	13
Broker	110	87	2%	2
Dealer	277	225	5%	6
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	197	155	3%	6
Hazine	142	134	3%	4
Portföy Yönetimi	36	34	1%	2
Kurumsal Finansman	141	124	3%	3
Araştırma	229	180	4%	4
Mali ve İdari İşler	802	669	14%	10
İç Denetim-Teftiş	204	167	3%	3
İnsan Kaynakları	78	64	1%	2
Bilgi İşlem	341	259	5%	4
Diğer	652	579	12%	10
Toplam	6,478	4,797	100%	74

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıkları artan mevduat bakiyesi ile birlikte 2017'nin ilk

yarısı itibarıyla önceki yıla göre %24 artarak 23 milyar TL'ye çıkmıştır.

Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların varlıklarının 22 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 13 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 7 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. Toplam varlıklardaki artışın büyük kısmı nakit ve nakit benzerlerinde takip edilen mevduat ile kısa vadeli ticari alacaklardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Tablo 4: Aracı Kurumların Özet Bilançosu (milyon TL)

	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Dönen Varlıklar	14,242	20,109	17,178	22,183	29.1%
Nakit ve Nakit Benzerleri	7,796	12,111	9,946	12,987	30.6%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,142	1,054	1,118	1,273	13.8%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	4,814	6,259	5,445	7,163	31.6%
Diğer	490	685	668	759	13.6%
Duran Varlıklar	1,070	1,069	1,561	1,057	-32.3%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	593	591	1,070	622	-41.8%
Diğer	477	477	491	434	-11.5%
TOPLAM VARLIKLAR	15,312	21,178	18,738	23,239	24.0%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,180	16,703	14,093	18,847	33.7%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,806	10,814	8,940	12,069	35.0%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	3,926	5,357	4,812	6,439	33.8%
Diğer	449	532	342	340	-0.7%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	122	139	581	99	-82.9%
Özkaynaklar	4,010	4,336	4,064	4,293	5.6%
Ödenmiş Sermaye	2,288	2,384	2,352	2,251	-4.3%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	276	272	272	266	-2.0%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	9	9	8	9	13.6%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	82	118	94	118	25.7%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	535	569	569	581	2.0%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	388	499	523	681	30.1%
Net Dönem Kârı/Zararı	433	483	246	387	57.0%
TOPLAM KAYNAKLAR	15,312	21,178	18,738	23,239	24.0%

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 5'te görüldüğü üzere aracı kurumların 14 milyar TL'lik kısa vadeli portföyleri-

nin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir. Karşılaştırılan dönemde yaşanan artışın büyük bir kısmı 3 aydan kısa vadeli mevduatlarda yaşanmıştır.

Tablo 5: Aracı Kurumların Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Repo ve Mevduat	7,584	11,826	9,718	12,692	30.6%
Kamu SGMK	341	254	267	351	31.7%
Özel SGMK	392	518	515	523	1.4%
Pay Senedi	209	191	294	353	20.2%
Diğer	200	91	42	46	7.8%
Toplam	8,726	12,880	10,836	13,965	28.9%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların 19 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 12 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 6 milyar TL'sini ise büyük ölçüde aracı kurumların menkul kıymet iş-

lemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların kısa vadeli borçlanmalarının 7 milyar TL'sini para piyasasına borçlar,

1 milyar TL'sini banka kredileri, kalan kısmını ise çıkarılmış tahvil, bono ve senetler oluşturmaktadır. Son bir yılda aracı kurumlarca çıkarılmış tahvil tutarı 1 milyar TL artış sergilemiştir.

Aracı kurumların sayısı son bir yılda 71'den 65'e düşse de toplam özkaynaklar %6 arta-

rak %4,3 milyar TL olmuştur. Bu dönemde kapanan 6 aracı kurumun 211 milyon TL'lik özkaynağı bulunmaktayken, diğer aracı kurumların özsermayelerini 440 milyon TL artırımlarıyla sektör toplam özsermayesi 228 milyon TL artmıştır.

GELİR TABLOSU

2017'nin ilk yarısında aracılık gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %5 oranında azalarak 723 milyon TL olmuştur. Azalışta

kaldıraçlı işlem aracılık gelirlerindeki gerileme etkili olmuştur.

Tablo 6: Aracı Kurumların Gelirleri (milyon TL)					
	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Aracılık Gelirleri	1,332	1,511	761	723	-5.0%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	89	106	48	156	222.6%
Kurumsal Finansman Gelirleri	170	164	83	93	12.1%
Varlık Yönetimi Gelirleri	50	37	15	22	40.3%
Müşteri Faiz Gelirleri	210	211	114	144	25.7%
Diğer Gelirler	150	147	98	74	-24.7%
Toplam	2,001	2,175	1,120	1,211	8.1%

Kaynak: TSPB

2017'nin ilk yarısında müşterilerle yapılan pay senedi işlemleri önceki döneme göre %16 artarken bu işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri aynı dönemde %18 artmıştır. Sektörün aracı kuruma kalan ortalama pay senedi komisyon oranı da 2016'nın ilk yarısı ile 2017'nin ilk yarısı arasında pek değişmeyerek %0,0326 olmuştur.

2017 yılının ilk yarısında türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri işlem hacmindeki düşüşe rağmen %20 artışla 105 milyon TL'ye çıkmıştır. Garanti Yatırım'ın türev işlemlerden elde ettiği gelirdeki çıkış, artışta etkili olmuştur.

Aynı dönemde yabancı menkul kıymet işlemlerinden elde edilen gelirler %8'lik artışla 23 milyon TL'ye çıkmıştır.

SPK tarafından yapılan düzenlemeler neticesinde 2017'nin ilk çeyreğinin ortasından iti-

baren kaldıraçlı işlem hacmi hıza düşmeye başlamıştır. Yılın ilk yarısında müşteriler ile yapılan işlem hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %47 azalırken, bu işlemlerden elde edilen gelirler %37 azalarak 194 milyon TL'ye inmiştir.

Bununla beraber, geçmiş dönemlere benzer şekilde yılın ilk yarısında kaldıraçlı işlemlerden en fazla gelir elde eden GCM, İntegral ve ALB toplam gelirin %44'ünü oluşturmuştur. Bu kurumların müşteriler ile yapılan kaldıraçlı işlemlerdeki payı ise %26'da kalmaktadır.

Sonuçta, yılın ilk yarısında aracı kurumlar, kaldıraçlı işlemlerdeki gerilemeyi pay ve türev işlem aracılık gelirlerindeki artışla bir nebze telafi etmiştir.

Tablo 7: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Pay Senedi	539	626	332	391	17.5%
Türev İşlem	150	166	88	105	19.5%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	21	19	10	10	7.0%
Yabancı Menkul Kıymet	21	62	21	23	7.6%
Kaldıraçlı İşlem	601	639	310	194	-37.4%
Toplam	1,332	1,511	761	723	-5.0%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler özel sektör borçlanma aracı ihraçlarındaki artışın etkisiyle bir önceki seneye göre %12 artarak 93 milyon TL olmuştur. Yeni tahvil bono ihraçla-

rıyla menkul kıymet ihraçlarından elden edilen gelirler %40 artarken, şirket satın alma-birleşme ve diğer kurumsal finansman işlemlerinden elde edilen gelirlerin %29 oranında azalması dikkat çekmektedir.

Tablo 8: Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Halka Arz / Tahvil-Bono İhraç	95	97	50	69	39.7%
Şirket Satın Alma-Birleşme	43	34	16	10	-40.5%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	3	2	2	1	-38.4%
Diğer Danışmanlık	29	30	15	13	-15.8%
Toplam	170	164	83	93	12.1%

Kaynak: TSPB

Tablo 6'da görüleceği üzere, 2016/06'da kurum portföyüne yapılan işlemlerden 48 milyon TL kazanç sağlayan aracı kurumların, 2017/06'daki bu karları 156 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu tutarın 37 milyon TL'lik kısmı bir kurumun pay senedi işlemlerinden, 53 milyon TL'lik kısmı ise 2 kurumun portföyüne yaptığı türev işlemlerinden elde ettiği gelirlerinden kaynaklanmaktadır.

Yalnızca gerçek ve tüzel yatırımcılara özel portföy hizmeti sunan aracı kurumlar 2017/06'da bu hizmetten 22 milyon TL gelir yaratmıştır.

2017 yılının ilk yarısında aracı kurumların toplam giderleri, kapanan kurumların da etkisiyle, önceki yılın aynı dönemine göre %7 azalarak 906 milyon TL olmuştur. 156 milyon TL civarında olan pazarlama giderlerin %54'ünü pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile

takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tescil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Giderlerin yarısını personel giderleri oluşturmaktadır. Çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri 2016 yılının ilk yarısına göre %18 artarak 13.802 TL olmuştur. Toplam personel gideri azalırken, ortalama personel giderindeki artış, kaldıraçlı işlemlerde yapılan düzenlemeler neticesinde özellikle nispeten daha düşük ücretle istihdam edilen satış ve pazarlama departmanlarında çalışanların işten çıkarılmaları yansıtmaktadır.

Diğer yandan, diğer pazarlama giderlerindeki %35'lik düşüşün, kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşan aracı kurumların 2017 başında bu işlemlere yönelik yapılan düzenlemeleri takiben pazarlama giderlerini azaltmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Tablo 9: Aracı Kurumların Giderleri (milyon TL)

	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	300	387	188	156	-17.1%
İşlem Payları	149	147	77	84	9.0%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	151	239	111	72	-35.2%
Genel Yönetim Giderleri	1,419	1,594	786	750	-4.6%
Personel Giderleri	836	950	468	452	-3.3%
Amortisman Giderleri	38	42	20	20	-1.4%
İtfa Payları	6	7	4	3	-16.0%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	10	14	7	5	-23.3%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	45	36	17	15	-9.9%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	85	83	39	33	-15.7%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	398	462	231	221	-4.3%
Toplam	1,718	1,981	974	906	-7.0%

Kaynak: TSPB

Sonuç olarak, 2017 yılının ilk yarısında kurum portföyü gelirlerindeki artışın etkisiyle toplam faaliyet gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %8 artarak 1,2 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde, faaliyet giderleri ise

%7 azalmıştır. Bu nedenle faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre iki katına çıkarak 328 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 10: Aracı Kurumların Gelir Tablosu (milyon TL)

	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Satış Gelirleri (Net)	185,113	164,222	91,041	70,690	-22.4%
Satışların Maliyeti	-183,111	-162,047	-89,920	-69,479	-22.7%
Brüt Kâr/Zarar	2,001	2,175	1,120	1,211	8.1%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-299	-386	-188	-156	-17.1%
Genel Yönetim Giderleri	-1,419	-1,594	-786	-750	-4.6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1	-1	0	0	-45.5%
Diğer Faaliyet Gelirleri	264	398	166	181	8.6%
Diğer Faaliyet Giderleri	-246	-261	-155	-158	1.7%
Faaliyet Kârı/Zararı	301	332	157	328	108.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	39	3	0.3	2.5	676.8%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1	-2	-0.1	-0.1	-30.6%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	9	17	10	9	-4.9%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z	348	350	167	340	103.0%
Finansman Gelirleri	788	1,067	522	753	44.4%
Finansman Giderleri	-604	-816	-392	-628	60.1%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi K/Z	532	601	296	464	56.7%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Gelir-Gideri	-100	-118	-50	-78	55.0%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-89	-115	-42	-64	50.7%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-11	-3	-8	-14	78.6%
Dönem Kârı/Zararı	433	483	246	387	57.0%

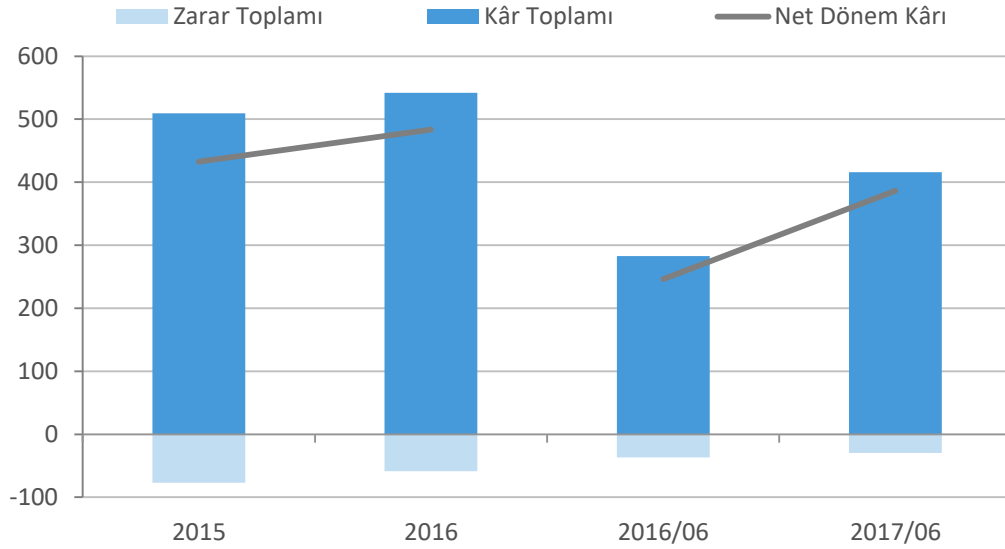
Kaynak: TSPB

Temettü ve mevduat faiz geliri gibi finansal gelirler 2017/06'da 230 milyon TL artarak 753 milyon TL'ye çıkarken, faizlerdeki artış ile para piyasası veya banka kredisi faiz giderleri gibi finansal giderlerindeki artış daha fazla olmuş ve 628 milyon TL'ye çıkmıştır.

Net finansal gelirlerindeki %3 azalmayla vergi öncesi kardaki artış %57'da kalmıştır.

Sonuçta, sektörün net dönem kârı %57 artışla 387 milyon TL'ye çıkmıştır.

Grafik 23: Aracı Kurumların Net Dönem Kâr/Zararları (milyon TL)



Kaynak: TSPB

2017'nin ilk yarısında en çok kâr eden kurumlar İş Yatırım (90 milyon TL) ile Yapı Kredi Yatırım (60 milyon TL) olurken, incelenen 65 aracı kurumdan 45'i kâr elde etmiştir.

2017'nin ilk yarısında sektörün özsermaye kârlılık oranı, kârdaki artışın özsermayedeki artıştan fazla olmasının etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre 5 puan birden yükselerek %15 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 11: Aracı Kurumların Kârlılığı				
	2015	2016	2016/06	2017/06
Özsermaye Kârlılık Oranı	11.2%	11.7%	9.3%	14.7%
Hisse Başına Kazanç (TL)	0.19	0.20	0.16	0.28

Kaynak: TSPB

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2017/06

Bu çalışmamızda Birliğimizin portföy yönetim şirketlerinden topladığı 2017 yılının ilk yarısına ait faaliyet ve finansal veriler önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu dönemde 4'ü gayrimenkul portföyü alanında uzmanlaşmış

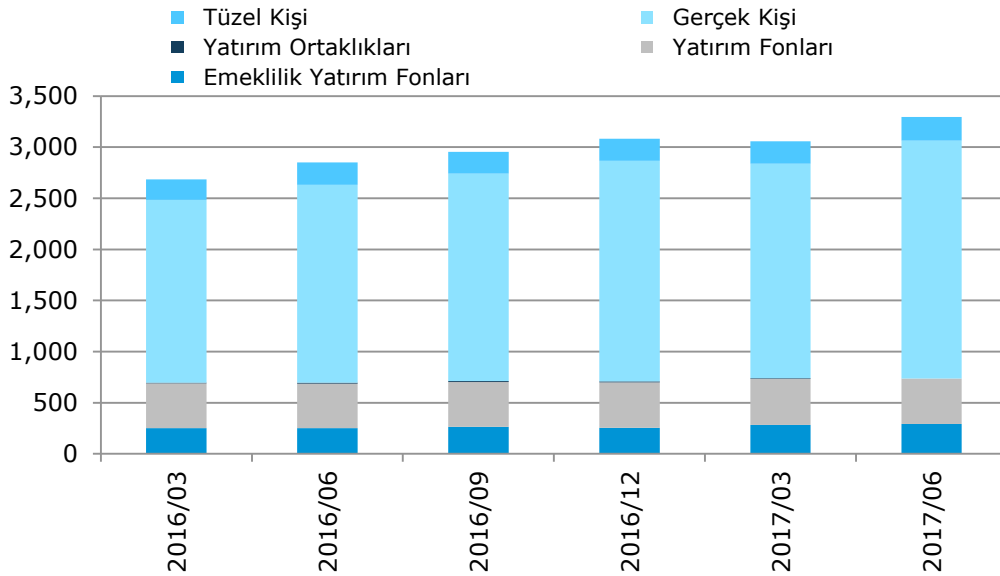
toplam 49 portföy yönetim şirketinin verileri derlenmiştir. Verilerin detaylarına Birliğimizin www.tspb.org.tr adresindeki internet sitesinden ulaşılabilir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri, ana faaliyet konusu fon kurma ve yönetme olan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu şirketler, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi kapsamında müşterilere ait portföyleri müşteri adına vekil sıfatıyla yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının portföylerinin yönetiminin yanı sıra gerçek kişi ve tüzel

yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır. 2017 Haziran ayı itibarıyla faaliyette olan 49 portföy yönetim şirketi olmasına rağmen bunlardan 45'i portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır. Diğer dört kurumdan biri kapanma sürecinde olan bir portföy yönetim şirketi, diğer üçü ise henüz portföyü bulunmayan gayrimenkul portföy yönetim şirketleridir.

Grafik 1: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı



Kaynak: TSPB

2017 yılının Haziran sonu itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden hizmet alan yatırımcı sayısı 2.562'si bireysel portföy yönetimi, 735'i ise kolektif portföy yönetimi müşterisi olmak üzere toplamda 3.306'dır. Bununla beraber müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

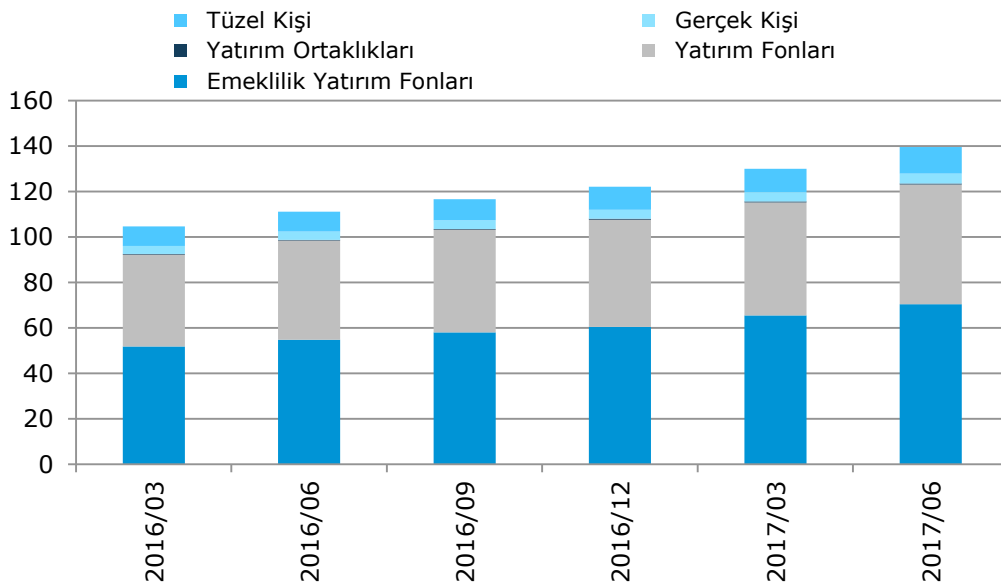
Yönetilen toplam portföy büyüklüğü hem emeklilik yatırım fonlarında hem de yatırım fonlarında yaşanan artışla birlikte 2016 sonuna göre %14 artışla 140 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu portföy büyüklüğünün yarısını emeklilik yatırım fonları oluşturmaktadır. Emeklilik fonlarının portföyü birikimlere yapılan devlet katkısının da etkisiyle bu dönemde de büyümeye devam etmiştir. 1 Ocak 2017 itibarıyla yürürlüğe giren Otomatik Katılım Sisteminde fonların büyüklüğü 600 milyon TL'dir.

Yatırım fonları ise yılın ilk yarısında %12 oranında büyüyerek 53 milyar TL'yi bul-

muştur. Geleneksel menkul kıymet yatırım fonlarındaki büyüme %6'da kalırken, alternatif fonların büyümesi toplam rakamı olumlu etkilemiştir. 2016 sonunda 87 milyon TL olan gayrimenkul yatırım fonlarının portföy büyüklüğü bu dönemde yeni fonların ihracıyla hızlı bir artış göstererek 1,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. serbest fonların portföyü de sene sonuna göre %47 artışla 4,7 milyar TL'yi bulmuştur. Tek bir kuruma veya kişilere mahsus kurulan özel fonların büyüklüğüse 4,6 milyar TL'dir.

Toplam portföy büyüklüğünün 16 milyar TL'si ise bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek ve tüzel kişilerindir. 2017 Haziran sonu itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek kişilerin (2.328 kişi) ortalama portföy büyüklüğü 1,9 milyon TL iken, tüzel yatırımcılarda (234 kurum) bu tutar 50 milyon TL'dir. Yatırım ortaklıklarının portföyü 416 milyon TL ile yine bu dönemde de toplam portföyün %0,5'inden azını oluşturmaktadır.

Grafik 2: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyar TL)



Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen toplam portföy büyüklüğüne bakıldığında yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Haziran 2017 itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip İş Portföy Yönetimi'nin toplam portföy büyüklüğünün %21'ini yönettiği gözlenmektedir. İkinci sırada yer alan Ak Portföy Yönetiminin payı ise %16'dır. Tamamı banka kökenli ilk dört özel şirket (İş Portföy, Ak Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Garanti Portföy) yönetilen toplam portföy büyüklüğünde %70 paya sahiptir. Takip eden kamu bankası kökenli (Ziraat Portföy, Vakıf Portföy ve Halk Portföy) kurumların payı ise %18'dir.

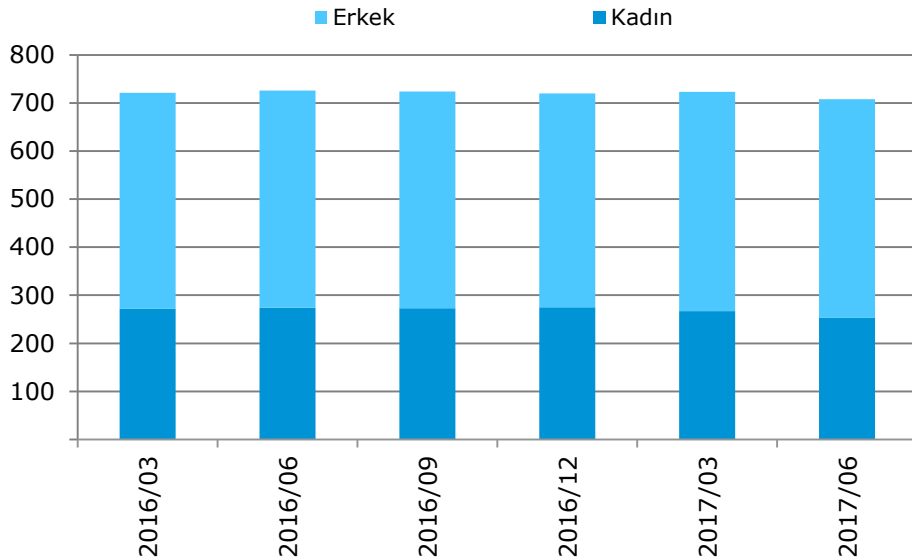
Haziran 2017 itibarıyla 25 kurumun emeklilik yatırım fonu yönettiği görülmektedir. Yine banka kökenli portföy yönetim şirketlerinin ağırlıkta olduğu emeklilik yatırım fonlarında, banka kökenli ilk beş portföy yönetim şirketi (Ak Portföy, İş Portföy, Garanti Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Vakıf Portföy) %75'lik paya sahiptir. Banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerinin emeklilik fonu portföyündeki payı %2 kadardır.

Yılın ilk yarısında, iki kurumunun (Albaraka Gayrimenkul Portföy, Re-Pie Portföy) da yatırım fonu yönetmeye başlamasıyla toplamda 45 kurumun yatırım fonu bulunmaktadır. Beş banka kökenli portföy yönetim şirketi (İş Portföy, Yapı Kredi Portföy, Garanti Portföy, Ak Portföy ve Ziraat Portföy), yatırım fonlarında toplam portföyün üçte ikisini, toplam 18 banka kökenli olan kurumun yatırım fonu portföyünün %91'ini yönettiği görülmektedir.

2017 Haziran sonu itibarıyla 30 kurumun hizmet sunduğu bireysel portföy yönetiminde de yüksek bir yoğunlaşma bulunmaktadır. Banka kökenli olan 3 şirket (Ziraat Portföy, İş Portföy ve Ak Portföy) yönetilen bireysel portföylerin %64'ünü oluşturmaktadır. Bununla beraber bağımsız şirketlerin bu alandaki pazar payı %23 ile, kolektif portföy yönetimine kıyasla çok daha yüksektir. 28 kurumun faaliyet gösterdiği gerçek kişilerin bireysel portföy yönetiminde, 17 adet bağımsız portföy yönetim şirketinin pazar payı %39'u bulmaktadır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Grafik 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Çalışan Sayısı



Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı 2017 yılının ilk yarısında 15 kişilik azalma ile 708 kişiye inmiştir.

Haziran 2017 sonu itibarıyla Yapı Kredi Portföy, İş Portföy, Ak Portföy ve Garanti Portföy 50 kişiyi aşan çalışan sayılarıyla sektördeki çalışanların üçte birini barındırmaktadır. Azimut Portföy ile İstanbul Portföy de sırasıyla 41 ve 32 kişiyle bağımsız kurumlar içinde en fazla çalışanı olan kurumlardır. 30'dan fazla çalışanı

bulunan 7 kurum sektördeki çalışanların neredeyse yarısını istihdam etmektedir. Bu kurumların yönetilen portföy büyüklüğündeki payı ise %74'tür. Sektörün diğer şirketleri ortalama 9 çalışan ile hizmet vermektedir.

Cinsiyet dağılımına bakıldığında portföy yönetim şirketlerinde çalışan kadınların oranının %36'de kaldığı gözlenmektedir. 6 kurumda hiç kadın çalışan bulunmaması dikkat çekicidir.

Tablo 1: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar				
	2016/12	2017/06	Çalışanların Dağılımı 2017/06	Ort. Çalışan Sayısı 2017/06
Genel Müdür	48	48	7%	1
Portföy Yönetimi	211	204	29%	5
Yurtiçi Satış	75	78	11%	4
Yatırım Danışmanı	19	19	3%	2
Yurtdışı Satış	3	4	1%	4
Araştırma	37	37	5%	2
Risk Yönetimi	31	30	4%	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	52	55	8%	3
Mali ve İdari İşler	113	109	15%	2
İç Denetim-Teftiş	61	58	8%	2
İnsan Kaynakları	5	4	1%	1
Bilgi İşlem	11	9	1%	2
Diğer	54	53	7%	2
Toplam	720	708	100%	31

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketleri çalışanlarının %36'sının yüksek lisans veya doktora derecesi bulunmaktadır. Çalışanların %80'i 31 ila 50 yaş arasındadır.

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların departman dağılımı Tablo 1'de sunulmaktadır. Fonları ve müşteri portföylerini yöneten portföy yöneticileri, sektör çalışanlarının %29'unu, en kalabalık meslek grubunu, oluşturmaktadır. Bu şirketlerde ortalama beş portföy yöneticisi istihdam edilmektedir. Sektördeki 204 portföy yöneticiden yalnızca 46'sı kadındır.

Ortalama çalışan sayısına bakıldığında en kalabalık bölüm olan portföy yöneticiliğini, ortalama dört çalışanı olan yurtiçi satış takip etmektedir. Sadece bir kurumda (İş Portföy) bulunan yurtdışı satış departmanında dört kişi çalışmaktadır.

İlgili mevzuatta belirtildiği gibi, portföy yönetim şirketleri, faaliyetlerini devam ettirmek için fon hizmet birimi, araştırma ve risk yönetiminden sorumlu personeli bulundurmalı veya bu hizmetleri dışarıdan almalıdır. Portföy yönetim şirketlerinin yaklaşık yarısında bu departmanlar bulunmakta olup, ortalama iki kişi ile faaliyetlerini yürütmektedir.

FİNANSAL TABLOLAR

2017 Haziran itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları senen sonuna göre ufak bir düşüşle 603 milyon TL olmuştur. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %94'ü dönen varlıklardadır.

2017 yılının ilk yarısı itibarıyla toplam varlıkların yaklaşık dörtte birinin ilk iki büyük portföy yönetim şirketinde (İş Portföy ve Garanti Portföy) olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)					
	2015	2016	2016/06	2017/06	% Değişim
Dönen Varlıklar	472.4	571.4	452.3	564.0	24.7%
Nakit ve Nakit Benzerleri	315.1	367.2	303.6	378.9	24.8%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	96.5	132.6	103.6	125.3	20.9%
Diğer Dönen Varlıklar	60.8	71.6	45.1	59.8	32.6%
Duran Varlıklar	34.4	37.6	35.7	38.7	8.6%
Maddi Duran Varlıklar	10.9	10.8	11.8	10.5	-10.6%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	10.6	11.5	10.9	13.6	25.3%
Diğer Duran Varlıklar	12.9	15.2	13.0	14.6	11.9%
TOPLAM VARLIKLAR	506.8	609.0	488.0	602.8	23.5%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	44.7	48.6	34.4	42.4	23.3%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.2	8.2	7.3	9.1	25.3%
Özkaynaklar	455.9	552.2	446.3	551.2	23.5%
Ödenmiş Sermaye	279.9	358.4	312.6	368.0	17.7%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	11.2	11.2	12.4	12.8	3.8%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	5.3	5.3	5.3	5.3	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	0.4	1.1	0.8	-0.2	-126.3%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	67.4	71.2	76.5	80.1	4.7%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	1.0	-5.8	-2.7	23.1	-943.0%
Net Dönem Kârı/Zararı	90.8	110.7	41.5	62.0	49.5%
TOPLAM KAYNAKLAR	506.8	609.0	488.0	602.8	23.5%

Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketlerinin Esas Faaliyet Gelirleri

Portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri; portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fonu pazarlama satış gelirleri olmak üzere 3 ana kalemden oluşmaktadır. Sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2017 yılının ilk yarısında portföy yönetim şirketlerinin gelirleri geçen yıla göre %21 artışla 193 milyon TL gelir üretmiştir.

Yatırım fonlarının ortalama portföy değeri yılın ilk yarısında %20 artış gösterirken,

bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler %25 artışla 126 milyon TL olmuştur. Yeni kurulan gayrimenkul yatırım fonlarının yönetiminden sektör 3 milyar TL gelir elde etmiştir. Son dönemde portföyü hızlı büyüyen serbest yatırım fonlarının yönetiminden elde edilen gelirler ise geçen yıla göre %41 artışla 9 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

Portföy hacmi daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler daha düşüktür. Yine de, emeklilik fonlarındaki büyümeyle beraber bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler %21

büyüyerek 55 milyon TL'ye çıkmıştır. Bireysel portföy yönetiminden ise sektör

9 milyon TL gelir elde etmiştir

Tablo 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)					
	2015	2016	2016/06	2017/06	Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	290.2	333.7	157.0	191.1	21.7%
Kolektif Portföy Yönetimi	267.7	313.5	146.9	181.8	23.8%
Emeklilik Yatırım Fonları	91.0	99.4	45.1	54.6	21.1%
Yatırım Fonları	176.7	211.3	100.5	126.0	25.4%
Yatırım Ortaklıkları	0.0	2.8	1.3	1.2	-5.1%
Bireysel Portföy Yönetimi	22.5	20.1	10.2	9.3	-8.6%
Gerçek Kişi	10.3	9.8	5.2	5.5	6.7%
Tüzel Kişi	12.2	10.3	5.0	3.8	-24.5%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	3.9	3.5	1.4	1.3	-1.9%
Fon Pazarl. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	0.1	0.1	16.4%
TOPLAM	294.1	337.2	158.5	192.5	21.5%

Kaynak: TSPB

Yönetim komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilen yönetim ücreti oranı bireysel portföy yönetiminde ve emeklilik yatırım fonlarında sırasıyla %0,14 ve %0,18 olmuştur. Bu oran yatırım fonlarında daha yüksek, %0,49 olarak hesaplanmaktadır.

Yönetim ücretlerine portföy yönetim şirketlerinin kökenine göre bakıldığında, oranların banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerinde banka kökenlilerin hayli üzerinde olduğu görülmektedir.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Giderleri

2017'nin ilk yarısında portföy yönetim şirketlerinin genel yönetim giderleri 142 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %58'ini (82 milyon TL) oluşturan personel giderleri ise bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %12 oranında yükselmiştir.

2016 sonunda 718 olan sektörde ortalama çalışan sayısı, 2017 ilk yarısında değişmeyerek 717'de kalmıştır. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına

Bireysel portföy yönetiminde bağımsız ve banka kökenli kurumlarda, yönetim ücreti oranı sırasıyla %0,27 ve %0,11'dir.

Yatırım fonlarında banka kökenli kurumlarda %0,46 olan yönetim ücreti oranı, bağımsız kurumlarda bu seviyenin neredeyse iki misli kadar %0,81 olarak hesaplanmaktadır. Emeklilik fonlarında ise %0,18 ile %0,14 şeklinde yine bağımsız şirketler lehine bir fark olmakla beraber, daha düşük seviyededir.

bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyetlerini hesaplamak mümkündür. 2016 ortalamasında 16.960 TL olan bu tutar 2017'nin ilk yarısında %10'luk bir artış göstererek 19.069 TL olmuştur.

Çalışan başı kârlılığa bakıldığında ise 2017 yılında çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı bir önceki yılın aynı dönemi 9.675 TL iken, personel giderlerinden çok daha yüksek %49 oranında artarak 14.422 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

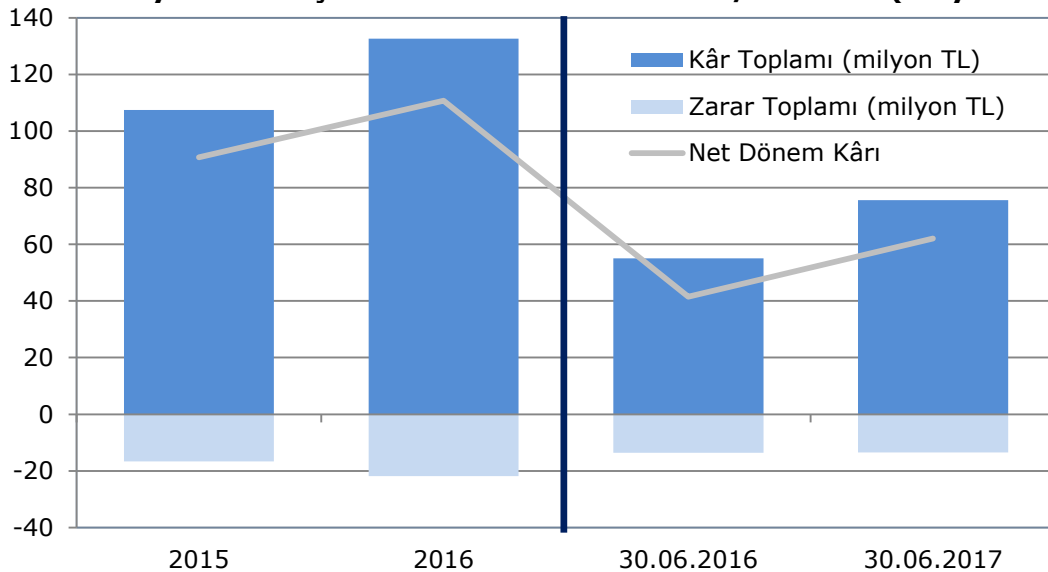
	2015	2016	2016/06	2017/06	Değişim
Satış Gelirleri (net)	427.5	915.5	405.0	385.4	-4.8%
Satışların Maliyeti (-)	-131.5	-568.5	-250.7	-189.5	-24.4%
BRÜT KAR/ZARAR	296.0	347.0	154.3	195.9	27.0%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.0	-4.8	-2.0	-3.7	81.6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-216.5	-255.1	-125.4	-141.6	13.0%
<i>Personel Giderleri</i>	-109.7	-146.1	-73.2	-82.0	12.1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	0.0	0.0	33.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	13.9	20.0	9.3	11.3	20.8%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1.6	-2.3	-1.4	-3.1	126.1%
FAALİYET KARI/ZARARI	87.8	104.8	34.9	58.8	68.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	15.1	18.4	11.5	13.5	18.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-3.4	-3.7	-3.6	-5.6	54.3%
FİNANS. GİDERİ ÖNCESİ FAAL. K/Z	99.5	119.5	42.7	66.7	56.2%
Finansman Gelirleri	19.2	25.2	12.9	14.9	15.5%
Finansman Giderleri (-)	-1.3	-1.8	-1.2	-1.1	-6.6%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	-26.5	-32.1	-12.9	-18.5	42.9%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-26.7	-33.2	-13.2	-18.2	37.2%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	0.2	1.0	0.3	-0.3	-192.0%
DÖNEM KARI/ZARARI	90.8	110.7	41.5	62.0	49.5%

Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı

Portföy yönetim şirketlerinin gelirleri 2017'nin ilk yarısında, bir önceki yılın aynı dönemine nazaran %27 artarak 196 milyon TL olurken, giderlerdeki artış

%15'te kalmış, 2017 ilk yarı net dönem kârı %50 artarak 62 milyon TL olmuştur.

Grafik 4: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem Kâr/Zararları (milyon TL)

Kaynak: TSPB

Grafik 4’te görüleceği üzere, 2017 yılının ilk yarısında 49 portföy yönetim şirketinin 28 tanesi toplamda 6 milyon TL zarar ederken, 22 şirket 75 milyon TL kâr elde etmiştir.

En yüksek kâr eden Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy şirketleri sırasıyla 15 ve 14 milyon TL kâr kaydetmiş, sektör toplam kârının neredeyse yarısını oluşturmuştur.

Tablo 5: Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı

	2015	2016	2016/06	2017/06
Özsermaye Kârlılık Oranı	23.1%	23.6%	21.3%	25.9%
Net Kâr/Gelirler	30.7%	31.9%	26.9%	31.7%

Kaynak: TSPB

Kârdaki artışla beraber, Tablo 5’te görüleceği üzere, portföy yönetim şirketlerinin net kârlılık ve özsermaye kârlılığı

oranları bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yaklaşık 5’er puanlık artış göstermiştir.

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Deniz Kahraman

Gayrimenkul sektörünün finansmanında, daha uzun ve daha düşük maliyetli finansman sağlama imkânına sahip olduğu için sermaye piyasası ürünlerinden yararlanılmaktadır.

Sermaye piyasası kurumu olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ve Gayrimenkul Yatırım Fonları gayrimenkul sektörünün finansmanında dünyada yaygın olarak kullanılmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO); sahibi, işletmecisi, proje geliştiricisi veya idarecisi olduğu gayrimenkullerden kira geliri ya da değer artışı yoluyla gelir elde etmeyi amaçlayan, gayrimenkul yatırımları yapan şirketler olarak tanımlanmaktadır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları konusundaki detaylı çalışma, Sermaye Piyasasında Gündem dergimizin Eylül 2011 sayısında yayımlanmıştır.

TÜRKİYE'DE GYF'LER

Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Fonları'na ilişkin yasal çerçeve, 2014 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile belirlenmiştir.

Türkiye'de gayrimenkul yatırım fonları, nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan kaynaklarla, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından ku-

GYO'ların yanı sıra, gayrimenkul yatırım fonları da, gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi yöntemiyle, yatırımcıların büyük ölçekli gayrimenkul projelerine ortak olmasını sağlamaktadır. Türkiye'de yeni uygulama alanı bulan gayrimenkul yatırım fonları, bireysel tasarrufların bir araya getirilmesi ve toplu olarak gayrimenkul yatırımlarında değerlendirilmesini sağlayan kurumsal bir yapı olarak tanımlanabilir. Gayrimenkul yatırımlarının, yatırım fonu yapısı kullanılarak finanse edilmesi ve bu yatırımlardan elde edilecek gelirin de katılma payı sahiplerinin yararlanmasına imkân sağlayan fonlar açık uçlu (değişken katılma payı sayısına sahip) ya da kapalı uçlu (sabit katılma payı sayısına sahip) olarak kurulabilmektedir.

Bu çalışmada, önce Türkiye'deki yapı incelenecek, ardından dünya genelindeki farklı gayrimenkul yatırım fonu uygulamaları ele alınacaktır.

rulmaktadır. Gayrimenkul yatırım fonu katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir. Bu fonlar, payların nitelikli yatırımcılara satışına başlandığı tarihten itibaren 12 ay içerisinde 10 milyon TL net varlık değerine ulaşmak zorundadır.

2017 yılı Ağustos ayı itibarıyla, 9 kurucu tarafından kurulmuş olan ve SPK tarafından ihraç belgesi onaylanan 24 gayrimenkul yatırım fonu bulunmaktadır.

Yatırım Stratejisi

Mevzuat, fon toplam değerinin %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşmasını zorunlu tutmaktadır. Türkiye'deki fon yönetim eğilimi ise, genellikle büyük şehirlerdeki ticari gayrimenkullerin portföye dâhil edilmesi ve uzun dönemli kurumsal kiracılarla sağla-

Fon İşleyişi

Türkiye'de hâlihazırda ihraç edilmiş olan gayrimenkul yatırım fonlarının fiyatı genellikle yılda iki kere açıklanmakta ve yılda iki kez giriş ve çıkış yapabilme imkânı bulunmakta-

Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Avantajları

Nitelikli yatırımcılar, gayrimenkul yatırım fonlarıyla birlikte bireysel olarak büyük ölçekli projelere katılabilme olanağına sahip olmuştur. Türkiye'deki mevzuatta "nitelikli yatırımcı", yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla 1 milyon TL tutarında finansal varlığa sahip olan tüzel ve gerçek kişileri ifade etmektedir.

Gayrimenkul yatırım fonlarıyla gayrimenkule ortak olan bir yatırımcı, yönetim, bakım, onarım, denetim gibi konuları profesyonellere devredebilmektedir.

Gayrimenkul yatırım fonlarının en önemli avantajlarından biri, vergiyle ilişkilidir. Tam mükellef gerçek kişiler açısından gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen kazançlar, aynı menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen kazançlar gibi sadece %10 oranında stopaja tabidir. Yatırımcı fiziki gayrimenkul yatırımından kira geliri elde etmesi durumunda, gayrimenkul sermaye iradına ilişkin olarak beyanname vermesi gerekmektedir.

nan kira gelirin gayrimenkul değer artışına eklenerek uzun vadeli ve istikrarlı bir getiri elde edilmesi yönündedir. Mevzuatta, belirli bir gayrimenkule veya belirli bir sektöre yatırım yapmak gibi bir kısıtlama bulunmamaktadır.

dir. 1 Ocak – 30 Haziran tarihleri arasında toplanan talepler, 30 Haziran gününü takip eden iş gününde gerçekleştirilmektedir.

Ancak, gayrimenkul yatırım fonu yatırımcısı için ilgili fondan elde ettiği kazançlara dair beyanname verme zorunluluğu bulunmamaktadır.

Gayrimenkul yatırım fonunun kurum kazancı, kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Fonun nakit kâr payı dağıtması durumunda da, GYO'lar ile benzer olarak %15 oranında tevkifat yapılmamaktadır.

Türkiye'de kurulan gayrimenkul yatırım fonlarının, GYO'lara göre farklı noktalarından biri, GYO'lar gayrimenkul geliştirme faaliyeti yapabiliyorken, fonun bu faaliyeti yapamıyor olmasıdır. GYO'lar şirket veya yatırım ortaklığı statüsünde olduğu için, sahip olduğu gayrimenkulleri aynı sermaye olarak şirkete koyabilirken, gayrimenkul yatırım fonlarının gayrimenkul edinebilmek için katılma paylarının satışı yoluyla kaynak toplaması gereklidir.

Diğer yandan fonlar yapı kullanım izni alınmamış ve kat mülkiyetinin tesis edilmemiş olduğu yatırımlarda bulunamamaktadır. Aynı zamanda, GYO'lar yurt dışındaki taşınmazlara yatırım yapabilirken, fonlar yurt dışındaki taşınmazlara yatırım yapamamaktadır.

DÜNYADA UYGULAMALARI

Dünya genelinde ağırlıklı Avrupa'da kullanılan gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü, Avrupa Fon ve Varlık Yönetimi Birliği (EFAMA) verilerine göre, 2015 yılı sonunda 406 milyar avro iken, Haziran 2017 itibarıyla %46 oranında büyüyerek 595 milyar avroya ulaşmıştır. Bu tarih itibarıyla dünyadaki toplam fon büyüklüğünün %1.5'ini gayrimenkul yatırım fonları oluşturmaktadır.

Aynı dönemde bu fonların Avrupa'daki büyüklüğü, 516 milyar avro tutarındadır. Avrupa'daki fon büyüklüğünün önemli bir kısmı Almanya ve Fransa'da yoğunlaşmıştır.

Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Yatırım Fonları Büyüklüğü (Milyar Avro)	2015	2016	2017/06
Almanya	137,952	150,698	157,118
Fransa	88,000	127,000	127,000
Güney Kore	28,068	37,093	41,705
İngiltere	34,929	23,549	23,969
İsviçre	27,029	31,107	32,754
Lüksemburg	42,752	50,590	54,087
Dünya Toplam	406,645	565,473	594,933
Toplam Yatırım Fonları	38,278,796	40,364,115	40,002,694

Kaynak: EFAMA

Avrupa'daki yoğunlaşma dolayısıyla konu hakkındaki AB düzenlemelerine kısaca değinmek faydalı olacaktır. Avrupa Birliği, 1985 yılında yayınladığı bir direktifle yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım amacı ile kurulan yapıları tanımlamış, işleyiş esaslarını düzenlemiştir. Direktifin öngördüğü koşulları taşıyan fonlar UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) olarak adlandırılmaktadır. UCITS'ler tüm AB üyesi ülkelerde yatırımcılara sunulabilmektedir. Bu direktifin

başlıca amaçları, yatırım fonlarının AB üyesi ülkelerde sunumunu kolaylaştırmak, AB çapında uyumlaştırılmış bir yasal çerçeve oluşturmak ve yatırımcı haklarını korumak olarak ifade edilebilir.

2011 yılı Temmuz ayında ise Alternatif Yatırım Fon Yönetimi Direktifi (AIFM) ile gayrimenkul yatırım fonları, serbest fonlar ve girişim sermayesi gibi alternatif yatırım fonları düzenlenmiştir. Direktif Temmuz 2014'ten itibaren üye ülkelerde uygulanmaktadır.

AIFM direktifiyle birlikte getirilen yükümlülükleri karşılayan fonlar, AB üyesi diğer ülkelerde belirli kurallara bağlı olarak yatırımcılara sunulabilir hale gelmiştir. AB üyesi ülkeler, fonların pazarlanmasına ilişkin çerçeveyi ülke düzeyinde çıkardığı kanunlarla belirlemektedir.

AIFM direktifiyle birlikte gayrimenkul yatırım fonu yöneticileri, nakit akımlarının izlenmesi, fon varlıklarının saklama kuruluşu nezdinde saklanması, risk yönetim sisteminin kurulması, yatırımcılar ve düzenleyici otoriteye periyodik raporlama yapılması gibi yükümlülükleri yerine getirmek durumundadır.

Direktif ile gayrimenkul yatırım fonlarının varlıklarının değerlemesinin portföy yönetiminden bağımsız şekilde yapılması gerekliliği getirilmiştir. Özellikle açık uçlu yatırım fonlarında, fondan nakit çıkışı yaşanması ihtimaline karşı gerekli düzeyde likit varlığa sahip olunması yükümlülüğü de bulunmaktadır.

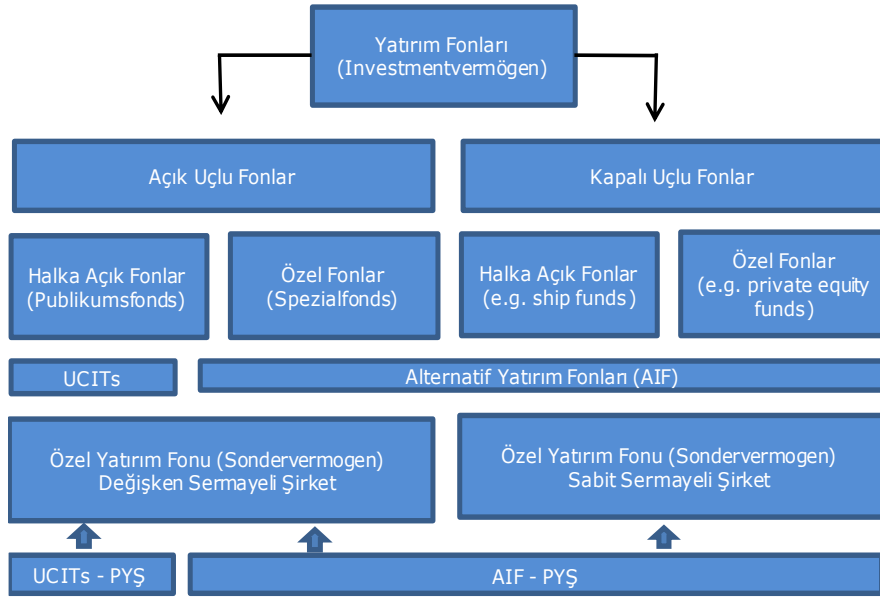
ALMANYA

Almanya'da 2017 yılının ilk yarısı sonu itibarıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 157 milyar avro büyüklüğe ulaşmıştır. Bu fonlarda ülkenin payı, Avrupa'daki gayrimenkul fonlarının toplam büyüklüğünün

%30'una karşılık gelmektedir. Almanya'da yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 1,9 trilyon avro iken, bu fonların %8'i gayrimenkul yatırım fonlarından oluşmaktadır. Almanya'da AIFM direktifiyle uyumlu olarak gelişt-

rilen yeni Kanun (KAGB) 2013 yılı Temmuz ayında yürürlüğe girmiştir.

Almanya’da Gayrimenkul Yatırım Fonları



Kaynak: The Implementation of the AIFM-directive in Germany, Mayer Brown.

Almanya’da köklü bir geçmişe sahip gayrimenkul yatırım fonlarından, küresel finans krizi döneminde önemli çıkışlar yaşanmıştır. Yeni kanunla birlikte, bu fonlar daha fazla düzenlemeye tabi olmuş, şeffaflık artırılmış ve bu şekilde yatırımcı güveni yeniden inşa edilmeye çalışılmıştır.

Almanya’da mevzuatta tanımlanan yatırım fonları, açık ve kapalı uçlu fonlar olarak şekilde görüldüğü üzere sınıflandırılmaktadır. Bu fonlar tüm yatırımcıların satın alabileceği halka açık fonlar ve özel fonlar olarak ayrılmaktadır. Bu fonlar, sadece alternatif yatırım fonu yönetmek üzere yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilir ve yönetilebilir. Fonlar arasındaki en temel farklılık fona giriş çıkışlarda uygulanan sınırlamalardır. Kapalı uçlu fonlarda, fondan çıkış yapmak isteyen bir yatırımcı, ancak sahip olduğu payları başka bir yatırımcıya devrederek fondan ayrılabilir. Açık uçlu yatırım fonları ise, yatırımcının talebi durumunda katılma paylarını geri alabilir. Almanya’da gayrimenkul yatırım fonlarında, fon toplam

değerinin en az %51’inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.

Immobilien – Sondervermögen olarak adlandırılan açık uçlu gayrimenkul yatırım fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Bu fonlar, sadece gayrimenkul, gayrimenkule dayalı haklar, GYO şirketlerinin hisse senetleri ile likit varlıklara yatırım yapabilir. Fonun borçlanma limiti ise, toplam fon varlığının %30’u ile sınırlıdır. Katılma payı sahipleri tarafından fondan elde edilen gelir, ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir

Spezial – Sondervermögen olarak adlandırılan açık uçlu özel gayrimenkul yatırım fonlarına sadece, “profesyonel” ve “yarı profesyonel” yatırımcılar yatırım yapabilir. Almanya’daki mevzuata göre profesyonel yatırımcı, kredi, yatırım ve sigorta kuruluşlarıyla, büyük şirketleri olarak tanımlamaktadır. Yarı profesyonel yatırımcılar ise, minimum 200.000 avro tutarında finansal varlığa sahip olan ve ilgili risklerin farkında olduğuna dair yazılı beyanda bulunan gerçek kişileri tanım-

lamaktadır. Bu fonlar, açık uçlu gayrimenkul yatırım fonları ile aynı kıymetlere (gayrimenkul, gayrimenkule dayalı haklar, GYO şirketlerinin hisse senetleri, likit varlıklar) yatırım yapabilir. Fonun borçlanma limiti ise, ise daha yüksek bir seviyede belirlenmiş olup, toplam fon varlığının %50'si ile sınırlıdır. Katılma payı sahipleri tarafından kurum kazancının dağıtılması esnasında elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisine tabidir.

Investment KG olarak adlandırılan kapalı uçlu gayrimenkul yatırım fonları, şirket statüsünde kurulmaktadır. Bu fonlara tüm yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Bu fonlar, gayrimenkul, gayrimenkule dayalı haklar,

finansal varlıklar ve borsada işlem gören veya görmeyen şirketlere yatırım yapabilir. Fonun borçlanma limiti ise, şirketin ödenmiş sermayesinin %150'si ile sınırlıdır. Katılma payı sahipleri tarafından kurum kazancının dağıtılması esnasında elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisine tabidir.

Spezial - Investment KG olarak adlandırılan kapalı uçlu gayrimenkul yatırım fonları da şirket olarak kurulmaktadır. Bu fonlara sadece, "profesyonel" ve "yarı profesyonel" yatırımcılar yatırım yapabilir. Katılma payı sahipleri tarafından kurum kazancının dağıtılması esnasında elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisine tabidir.

FRANSA

Fransa'da 2017 yılının ilk yarısının sonu itibarıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 127 milyar avro olmuştur. Bu fonlarda ülkenin payı, Avrupa'daki gayrimenkul fonlarının toplam büyüklüğünün %24'üne karşılık gelip, Almanya'dan sonra ikinci sırada gelmektedir. Fransa'da yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 1,9 trilyon avro iken, bu fonların %7'si gayrimenkul yatırım fonlarından oluşmaktadır.

Fonds de Placement Immobilier (FPI) ve Société de Placement à Prépondérance Immobilière (SPPICAV) fonları değer artış kazancının %85'ini yatırımcılara dağıtmak zorundadır. Bu yönüyle her iki fonda da yatırımcılara nakit akımı sağlanması hedeflenmiştir. Bu fonların aktif toplamının %60'ının doğrudan veya dolaylı olarak gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.

Fonds de Placement Immobilier (FPI) olarak adlandırılan açık uçlu gayrimenkul yatırım fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Bu fonlar, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı hakları bir havuz haline getirmektedir.

Fonun kuruluşu için alt tutar bulunmamakla birlikte, fon kuruluştan itibaren üç yıl içinde 500.000 avro varlığa ulaşmak zorundadır. Fon, taşınmazlardan elde ettiği kira gelirleri ve değer artış kazancının %85'ini yatırımcılara dağıtmak zorundadır.

Katılma payı sahipleri için değer artış kazancından doğacak olan vergi, gelir vergisi ve diğer vergilerle beraber %34,5 oranındadır. Fonun 22 yıl elde tutulması durumunda stopajdan, 30 yıl elde tutulması durumunda diğer vergilerden de istisna edilmektedir.

Société de Placement à Prépondérance Immobilière (SPPICAV) olarak adlandırılan yapı da şirket statüsündedir. Bu fonlar kiralamak üzere gayrimenkul edinir veya inşa eder. Paylarının satıldığı müşteri tipine göre (genel katılıma açık veya nitelikli yatırımcı) varlıkların en az %10'luk bir kısmının likit varlıklarda tutulması gerekebilir. Şirket kuruluşu için alt tutar bulunmamakla birlikte, kuruluştan itibaren üç yıl içinde 500.000 avro varlığa ulaşmak zorundadır.

SPPICAV, taşınmazlardan elde ettiği kira gelirlerinin %85'ini, değer artış kazancının

%50'sini, iştiraklerden elde ettiği gelirlerin tamamını yatırımcılara dağıtmak zorundadır.

Pay sahipleri tarafından elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir. Belirli bir elde tutma süresinin

İSVİÇRE

İsviçre'de 2017 yılının ilk yarısı sonu itibarıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 32 milyar avro olmuştur. Bu fonlarda ülkenin payı, Avrupa'daki gayrimenkul fonlarının toplam büyüklüğünün %6'sına karşılık gelmektedir. İsviçre'de yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 490 milyar avro iken, bu fonların %7'si gayrimenkul yatırım fonlarından oluşmaktadır.

İsviçre'de kolektif yatırımlara ilişkin yeni mevzuat 2007 yılı Ocak ayında yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemeyle birlikte, gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin çerçeve oluşturulmuştur. Gayrimenkul yatırım fonları, genellikle SICAV (Société d'investissement à capital variable - değişken sermayeli yatırım kuruluşu), SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe - kapalı uçlu yatırım kuruluşu) ve FCP (Fonds Commun de Placement - yatırım fonu) olarak kurulmaktadır. Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.

İNGİLTERE

İngiltere'de 2017 ilk yarısı itibarıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 24,5 milyar avro olmuştur. Bu fonlarda ülkenin payı, Avrupa'daki gayrimenkul fonlarının toplam büyüklüğünün %5'ine karşılık gelmektedir. İngiltere'de yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 1,5 trilyon avro iken, bu fonların %2'si gayrimenkul yatırım fonlarından oluşmaktadır.

İngiltere'de mevzuatta yer alan gayrimenkul yatırım fonları, **Tax Transparent Fund** (TTF - farklı ülkelerde çifte vergilendirme

ardından gerçek kişilere vergi muafiyeti tanınabilmektedir. Fonun nakit kar payı dağıtması durumunda, gerçek kişiler %21 oranında stopaja tabidir. Ödenen stopaj gerçek kişiler için gelir vergisinde indirim konusu edilebilmektedir.

İsviçre'nin 26 kantondan oluşan federasyon olması, gayrimenkul vergi mevzuatında farklılıklara neden olmaktadır. Bu nedenle, ülkede taşınmaz yatırımlarının vergilendirilmesine ilişkin ülke genelinde ortak bir uygulama bulunmamaktadır.

Değişken sermayeli yatırım fonları (SICAV), şirket yapısına sahip açık uçlu fon niteliğindedir. **Sabit sermayeli yatırım fonları (SICAF)** şirket yapısına sahip olup, kapalı uçlu fon niteliğinde kurulmaktadır. **FCP (Fonds Commun de Placement)** ise açık uçlu fon niteliğindedir. FCP fonları portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu yatırım fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilmektedir.

İsviçre'de SICAV ve FCP aracılığıyla yapılan yatırımlarda, kurum kazancının dağıtılmasında %35 oranında stopaj uygulanmaktadır. Bireysel yatırımcılar için değer artış kazançları vergilendirilmez. Ancak, şirketler vergiye tabidir.

olmadan yatırım imkânı sağlayan fonlar) ve **Property Authorized Investment Fund** (PAIF - gayrimenkul yatırım fonu) olarak kurulabilmektedir.

PAIF olarak adlandırılan açık uçlu gayrimenkul yatırım fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Bu fonlar, sadece gayrimenkul, gayrimenkule dayalı haklar, yerli ve yabancı GYO şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapabilir. Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Bu şart fonun ilk kurulduğu

yılda %40 oranında uygulanabilir. Fon, taşınmazlardan elde ettiği kira gelirleri ve diğer artış kazancının tamamını yatırımcılara dağıtmak zorundadır.

Katılma payı sahipleri tarafından fondan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir. Tüzel kişiler için kurumlar vergisine, gerçek kişiler de gelir ve ilgili diğer vergilere tabidir. Fonun kurum kazancını nakit olarak dağıtması durumunda %20 oranında stopaj uygulanır. Bireysel yatırımcılar fona ISA (Individual Savings Account - hedefli yatırım hesapları), Self-Invested Personal Pension (SIPP - bireysel emeklilik hesapları) aracılığıyla yatırım yap-

LÜKSEMBURG

Lüksemburg'da 2017 yılının ilk yarısı sonu itibarıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 53 milyar avro olmuştur. Bu fonlarda ülkenin payı, Avrupa'daki gayrimenkul fonlarının toplam büyüklüğünün %10'una karşılık gelmektedir. Lüksemburg'da yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 3,9 trilyon avro iken, bu fonların %1'i gayrimenkul yatırım fonlarından oluşmaktadır.

Lüksemburg'da 2010 yılı Aralık ayından beri yürürlükte olan yasal düzenlemeyle (UCI Part II) birlikte, UCITS direktifi kapsamına girmeyen fonları düzenlemektedir. Gayrimenkule yatırım yapan fonlar bu düzenleme uyarınca kurulabilmektedir. Sadece gayrimenkule yatırım yapabilen özel bir fon yapısı bulunmamaktadır.

Mevcut durumda, doğrudan ve dolaylı olarak gayrimenkullere yatırım yapabilen yatırım fonları, FCP (Fonds Commun de Placement - açık uçlu yatırım fonu), SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable - açık uçlu yatırım fonu), SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe - kapalı uçlu yatırım fonu), SIF (Specialised Investment Fund - açık uçlu özel yatırım fonları), RAIF (Reserved Alternative Investment Fund -

ması durumunda vergisel teşviklerden faydalanmaktadır.

PAIF'e yatırım yapabilmek için genellikle fon içtüzüğü ile belirlenmiş asgari bir tutar belirlenmiştir. Bu tutarı sağlayamayan yatırımcılar, fona Feeder PAIF adı verilen farklı bir fon aracılığıyla yatırım yapabilmektedir. Feeder fon, ana yatırım fonuna yatırım yapan alt fonları tanımlamaktadır. Çok sayıda feeder fonun daha büyük bir fona katılması, ölçek ekonomisiyle daha düşük maliyetle fon yönetmek mümkün olabilir. Aynı zamanda, feeder fonlar çok sayıda ana fona yatırım yapabilir.

açık uçlu tahsisli özel yatırım fonu) ve SICAR (Société d'Investissement en Capital à Risque - risk sermayesi yatırım fonları) olmak üzeredir.

SICAV ve SICAF fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilirken, SIF, SICAR ve RAIF fonlarına sadece profesyonel yatırımcılar yatırım yapabilir. Ülkede gayrimenkul yatırım alanında faaliyet gösteren kolektif yatırım kuruluşlarının tamamı kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

FCP (Fonds Commun de Placement), açık uçlu fon niteliğindedir. Fonun tüzel kişiliği bulunmamakta ve portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir.

FCP fonları kurulduktan altı ay sonra 1,25 milyon avro net varlık değerine ulaşmak zorundadır. Bu fonların yatırım yapacağı varlık sınıfları açısından katı bir sınırlama bulunmamaktadır.

Değişken sermayeli yatırım fonları (SICAV), şirket yapısına sahip açık uçlu fon niteliğindedir. **Sabit sermayeli yatırım fonları (SICAF)** şirket yapısına sahip olup, açık veya kapalı uçlu fon niteliğinde kurula-

bilir. Lüksemburg'da SICAV ve SICAF fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.

SICAF/SICAV fonları kurulduktan altı ay sonra 1,25 milyon avro net varlık değerine ulaşmak zorundadır. Bu fonların yatırım yapacağı varlık sınıfları için katı bir sınırlama bulunmamaktadır. Fon karar verdiği varlık dağılımını, Lüksemburg sermaye piyasası düzenleyici otoritesi CSSF'nin onayı akabinde uygulayabilir. Fon toplam değerinin %20'sinin tek bir yatırım aracına yatırılama-yacağı hükmü bulunmaktadır.

Bu yatırım fonları, kurumlar vergisine tabi değildir. Lüksemburg'da yerleşik olan veya olmayan tüzel ve gerçek kişilerin fondan elde etmiş olduğu gelir stopaja tabi değildir. Yurtdışı yerleşikler ülkelerindeki vergi rejimine tabidir.

Özel Yatırım Fonları (SIF) olarak adlandırılan fonlara sadece "profesyonel yatırımcılar" olarak tanımlanan yatırımcı grubu yatırım yapabilmektedir. SIF 2007 yılı Şubat ayından beri regülasyona tabidir. Lüksemburg'daki mevzuata göre profesyonel yatırımcılar, kredi, yatırım ve sigorta kuruluşlarıyla, büyük şirketleri olarak tanımlanmaktadır. Diğer yandan, SIF'e 125.000 avro tutarında yatırım yapan veya özelleştirilmiş yatırım fonları hakkında bilgi ve tecrübe sahibi olduğu bir kredi kuruluşu tarafından onaylanan bireysel yatırımcılar da profesyonel yatırımcı olarak tanımlanmaktadır.

SIF fonları kurulduktan 12 ay sonra 1,25 milyon avro net varlık değerine ulaşmak zorundadır. Fon toplam değerinin en fazla %30'unun tek bir yatırım aracına yatırılabilceği hükmü bulunmaktadır.

SICAR (Société d'Investissement en Capital à Risque – risk sermayesi yatırım fonları) olarak adlandırılan kuruluşa sadece "profes-

yonel yatırımcılar" olarak tanımlanan yatırımcı grubu yatırım yapabilmektedir. Girişim sermayesi benzeri bu yapı şirket olarak kurulmaktadır. Bu tip şirketler de gayrimenkul yatırımı yapabilmektedir. Gayrimenkul yatırımı yapan girişim sermayesi şirketlerinin SICAR unvanı alması düzenleyici otoritenin kapsamlı incelemesiyle mümkündür. SICAR 2004 yılı Haziran ayından beri regülasyona tabidir. SICAR kurulduktan 12 ay sonra 1 milyon avro net varlık değerine ulaşmak zorundadır. Kuruluşu aşamasında 50.000 avronun ödenmiş sermaye olarak yatırılması da gerekmektedir. SICAR fonlarının yatırım yapacağı varlık sınıfları için herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır.

Lüksemburg'da yerleşik olan veya olmayan tüzel ve gerçek kişilerin SICAR'dan elde etmiş olduğu gelir stopaja tabi değildir.

Tahsisli Özel Yatırım Fonları (RAIF) olarak adlandırılan fonlara sadece "profesyonel yatırımcılar" olarak tanımlanan yatırımcı grubu yatırım yapabilmektedir.

Bu fonlar, Lüksemburg sermaye piyasası düzenleyici otoritesinin (CSSF) denetimi altında değildir. Ancak, Lüksemburg merkezli saklama kuruluşu, alternatif yatırım fon yöneticileri (AIFM) direktifiyle uyumlu fon yöneticisi ve denetçiyle çalışma yükümlülüğü bulunmaktadır.

RAIF fonları SIF veya SICAR tiplerinde kurulabilir. Tipine göre bu fonlarla aynı yatırım sınırlamaları uygulanır.

Lüksemburg'da yerleşik olan veya olmayan tüzel ve gerçek kişilerin RAIF fonlarından kurum kazancının dağıtılması yoluyla elde etmiş olduğu gelir stopaja tabi değildir. Yabancı yatırımcılar için gelir vergisi ise mükellefi olunan ülkenin vergi rejimine bağlıdır.

GÜNEY KORE

Güney Kore’de 2017 yılının ilk yarısı sonu itibarıyla, gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 42 milyar avro olmuştur. Bu fonlarda ülkenin payı, Dünya’daki gayrimenkul fonlarının toplam büyüklüğünün %7’sine karşılık gelmektedir. Güney Kore’de yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 366 milyar avro iken, bu fonların %11’i gayrimenkul yatırım fonlarından oluşmaktadır.

Güney Kore’de 2003 yılı Ekim ayında yürürlüğe giren “dolaylı varlık yönetimi” (indirect investment asset management act) mevzuatı, gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin yasal çerçeveyi oluşturmaktadır. Güney Kore’de gayrimenkul yatırım fonu mevzuatının diğer ülkelere göre erken oluşturulması, ülkede bu fonlarının ağırlığının yüksek olmasını sağlamıştır.

Ülkede gayrimenkul yatırım fonları, yatırım ortaklığı fonu ve şirket ortaklığı fonu olmak üzere iki şekilde kurulabilmektedir. Bu fon-

lar, gayrimenkullere doğrudan yatırım yapabileceği gibi, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO) hisse senetlerini de satın alabilmektedir.

Şirket ortaklığı fonunda fon toplam değerinin en az %50’sinin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Yatırım ortaklığı fonunda ise bu oran fon içtüzüğüne göre belirlenebilir. Bu fonlar halka arz veya tahsisli satış yoluyla fon toplayabilir. Gayrimenkul yatırım fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.

Yatırım ortaklığı fonları kurumlar vergisine tabi değildir. Halka açık anonim ortaklık statüsünde kurulan GYO’lar ise, kurum kazancının %90’ını dağıtması durumunda kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Katılma payı sahipleri tarafından bu fonlardan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Gayrimenkul yatırım fonları, büyük ölçekli gayrimenkul projelerine yatırım yapma isteğinde olan yatırımcılar için kolaylık sağlayan bir yapı olarak değerlendirilmektedir.

Dünya genelinde açık uçlu gayrimenkul yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 2017 yılı ilk yarısı sonu itibarıyla 594 milyar avro olmak üzeredir. Bu ürünün, özellikle Avrupa’da gayrimenkul yatırımlarında yaygın olarak kullanılan bir finansal araç olduğu görülmektedir. Gayrimenkul yatırım fonlarının ülkelere göre dağılımına bakıldığında Almanya ve Fransa’nın %26 ve %21 pay ile önde gelen ülkeler olduğu görülmektedir.

Avrupa’da bazı gayrimenkul yatırım fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilmek-

teyken, Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarına sadece nitelikli yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Türkiye’de nitelikli yatırımcı olarak tanımlanabilmek için minimum 1 milyon TL tutarında finansal varlığa sahip olmak gerekirken, Lüksemburg’da bir kredi kuruluşu tarafından özel yatırım fonları hakkında bilgi ve tecrübe sahibi olduğuna kanaat getirilen bir yatırımcı bu fonlara yatırım yapabilmektedir.

Türkiye’de konuya ilişkin istatistik bulunmamakla birlikte, yatırımcıların önemli bir kısmı gayrimenkul yatırımını tercih ettiği söylenebilir. Gayrimenkul yatırım fonlarının yaygınlaşmasıyla birlikte, fiziki olarak gayrimenkule yatırım yapan yatırımcıların da bu ürüne talep göstermesi beklenebilir.

Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Yatırım Fonları							
Kriter	Almanya	Fransa	İsviçre	İngiltere	Lüksemburg	Güney Kore	Türkiye
Fon Tipleri	İmmobilien - Sondervormögen	Fonds de Placement Immobilier (FPI)	Société d'investissement à capital variable (SICAV)	Property Authorized Investment Fund (PAIF)	Fonds Commun de Placements (FCP)	Şirket Ortaklığı Fonu	Gayrimenkul Yatırım Fonu
	Özel Fon (Spezial - Sondervormögen)	Société de Placement à prépondérance Immobilière (SPPICAV)	Société d'investissement à capital fixe (SICAF)		Société d'investissement à capital variable (SICAV)	Yatırım Ortaklığı Fonu	
	Investment KG		Fonds Commun de Placements (FCP)		Société d'investissement à capital fixe (SICAF)		
	Spezial Investment KG				Özel Yatırım Fonları (SIF)		
Yatırım Sınırlamaları	Fon toplam değerinin en az %51'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur	Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur	Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur	Fon toplam değerinin en az %60'ının gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.	Tüm fonlar için yatırım yapılabilecek varlık sınıfları açısından katı bir sınırlama yoktur. RAIF fonları düzenleyici otoritenin denetimini altında değildir.	Şirket ortaklığı fonunda fon toplam değerinin en az %50'sinin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur. Yatırım ortaklığı fonunda bu oran fon içtüzüğüne göre belirlenir.	Fon toplam değerinin %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.
Yatırımcı Sınırlaması	Özel yatırım fonları dışındaki fonlara tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Tüm yatırımcılar yatırım yapabilir. Ancak, SPPICAV fonları sadece nitelikli yatırımcılara yönelik olarak da ihraç edilebilir.	SICAV ve SICAF fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Genellikle fon içtüzüğü ile belirli bir payın satın alınması gerekmektedir. Bu koşulları sağlayan yatırımcılar Feeder PAIF aracılığıyla yatırım yapabilir.	SIF ve SICAR yatırım fonları dışındaki fonlara tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Tüm yatırımcılar yatırım yapabilir.	Sadece nitelikli yatırımcılar yatırım yapabilir.
Gelir Paylaşımı	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon kira geliri ve değer artışı kazancının %85'ini yatırımcılara dağıtmak zorundadır.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon kira geliri ve değer artışı kazancının tamamını yatırımcılara dağıtmak zorundadır.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.	Fon içtüzüğü ile belirlenir.
Vergilendirme	Katılma payı sahipleri tarafından bu fonlardan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir	FPI için katılma payı sahipleri için değer artışı kazancından doğacak olan vergi, gelir vergisi ve diğer vergilerle beraber %34,5 (22 yıl elde tutulması durumunda stopajdan, 30 yıl elde tutulması durumunda diğer vergilerden de istisna edilmiştir.)	Kurum kazancının dağıtımında %35 stopaj uygulanmaktadır. Bireysel yatırımcılar için değer artışı kazançları vergilendirilmez.	PAIF fonunda nakit kar payı dağıtımında %20 stopaj uygulanmaktadır. Katılma payı sahipleri tarafından fonlardan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir.	Lüksemburg'da yerleşik olan veya olmayan tüzel ve gerçek kişilerin fonları elde etmiş olduğu gelir stopaja tabi değildir. Yurtdışı yatırımcıların fonları elde etmiş olduğu gelir yerleşik ülkelere göre gelir vergisi ve stopaja tabidir.	Katılma payı sahipleri tarafından bu fonlardan elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir	Nakit kar payı dağıtımında %0 oranında stopaj uygulanmaktadır. Değer artışı kazancında ise stopaj oranı %10 oranındadır. Elde edilen gelir ayrıca beyan edilemez.
		Pay sahipleri tarafından elde edilen gelir ilgili vergi mevzuatına göre gelir vergisi ve stopaja tabidir. Belirli bir elde tutma süresinin ardından gerçek kişilere vergi muafiyeti tanınabilmektedir. Fonun nakit kar payı dağıtımında, gerçek kişiler %21 oranında stopaja tabidir.		Hedefli yatırım hesapları yoluyla yatırım yapılması durumunda vergisel teşvikler uygulanır.			

KAYNAKÇA

Aberdeen UK Property Fund, Supplementary Information Document (SID).

Bayraktaroğlu, E. 2014. Turkish Real Estate Investment Funds, GSG Attorneys at Law.
<http://en.gsghukuk.com/Publications/detail/Turkish-Real-Estate-Investment-Funds/160/579/0>

Choosing an investment vehicle, European Real Estate Fund Regimes. 2016. PricewaterhouseCoopers (PwC).

European Fund and Asset Management Association (EFAMA) International Statistical Release, 2017:Q1.

European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Annual Report 2016.

Himbert, E. 2014. Analysis of German real estate funds: selection criteria for investment opportunities perspective, Department of Real Estate and Construction Management, KTH Architecture and the Built Environment.

International Financial Law Review. Real Estate Funds:
<http://www.iflr.com/Article/1984252/Real-estate-funds.html>

Sermaye Piyasası Kurulu, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. 2014.

Trends in the European Investment Fund Industry, Quarterly Statistical Release, European Fund and Asset Management Association (EFAMA).

Williams, J. 2017. 2017 Guide to setting up an Alternative Investment Fund in Europe. 2017. Global Fund Media Special Report.

KÜRESEL DÖVİZ PİYASASI İLKELERİ

Beyza Emek

Küresel krizden sonra dünyada döviz piyasalarında meydana gelen çeşitli skandallar bu piyasada pek çok suistimal olduğunu ortaya koymuş, çeşitli finansal kuruluşları yüksek tutarlı cezalara çarptırılmıştır.

Bu ortamda, parasal ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak merkez bankaları ve diğer kurumların aralarındaki işbirliğini artırmak amacı ile kurulmuş olan Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements - BIS) nezdinde 2015 yılında kurulan Döviz Çalışma Grubu (The Foreign Exchange Working Group – FX WG) döviz piyasası için küresel standartlar geliştirmek üzere çalışmalar başlatmıştır.

16 ülkeden merkez bankaları ve piyasa katılımcılarının işbirliği ile hazırlanan Küresel Döviz Piyasası İlkeleri Mayıs 2017’de yayınlanmıştır.

Küresel ilkelerin amacı, dayanaklı altyapıyla desteklenen çeşitli piyasa katılımcılarının mevcut piyasayı yansıtan rekabetçi fiyatlarla güvenli ve etkili bir biçimde ve kabul edilebilir davranış standartlarına uygun olarak işlem yapabileceği sağlam, adil, nakit, açık ve uygun şekilde şeffaf bir piyasayı teşvik etmektir.

Yaklaşık iki yıllık bir çalışmanın ürünü olan, etik, yönetim, uygulama, bilgi paylaşımı, risk yönetimi ve uyum ile mutabakat ve takas ana başlıklı 55 maddeden oluşan ilkelerin, piyasa katılımcıları üzerinde herhangi bir yasal veya düzenleyici zorunluluğu bulunmamakla beraber, en iyi uygulamaları gösteren bir rehber niteliğindedir.

Söz konusu ilkelerin Türkçe çevirisi aşağıda sunulmaktadır.

ETİK

İlke 1. Piyasa katılımcıları en yüksek etik standartları hedeflemelidir.

İlke 2. Piyasa katılımcıları en yüksek mesleki standartları hedeflemelidir.

İlke 3. Piyasa katılımcıları çıkar çatışmalarını belirlemeli ve bunlar ile baş etmelidir.

YÖNETİM

İlke 4. Piyasa katılımcılarının döviz iş kolu stratejisi ve mali sağlamlığının nihai sorumlusu organ veya kişiler, piyasa katılımcılarının döviz piyasası faaliyetlerine ilişkin uygun gözetim, denetim ve kontrol sağlamak için yeterli ve etkin yapı ve mekanizmaları kurmalıdır.

İlke 5. Piyasa katılımcıları döviz piyasası faaliyetlerine ilişkin güçlü etik ve mesleki davranışları içselleştirmelidir.

İlke 6. Piyasa katılımcıları, piyasa katılımcılarının etik ve mesleki davranış beklentileriyle tutarlı piyasa uygulamaları ve davranışlarını teşvik etmek için ücret ve teşvik yapılarına sahip olmalıdır.

İlke 7. Piyasa katılımcıları olası uygunsuz uygulama ve davranışlarla etkili bir şekilde başa çıkmak ve bunlara cevap vermek için uygun politika ve süreçlere sahip olmalıdır.

UYGULAMA

İlke 8. Piyasa katılımcıları faaliyet kapasiteleri hakkında net olmalıdır.

İlke 9. Piyasa katılımcıları faaliyet kapasiteleriyle uyumlu olacak biçimde emirlerle adil ve şeffaf bir şekilde ele almalıdır.

İlke 10. Piyasa katılımcıları emirleri, farklı emir türleri ile ilgili özel hususlarla uyumlu bir şekilde, şeffaf ve adil şekilde ele almaktadır.

İlke 11. Bir piyasa katılımcısı yalnızca kendi adına faaliyet gösterirken müşteri emirleri öngörüsüne istinaden riskten korunma işlemleri yapmalı ve bunu yaparken adil ve şeffaf davranmalıdır.

İlke 12. Piyasa katılımcıları piyasa işleyişini bozma veya fiyat oluşumu sürecini engelleme amacıyla işlem talebinde bulunmamalı, emir yaratmamalı veya fiyat sağlamamalıdır.

İlke 13. Piyasa katılımcıları en yüksek ve en düşük fiyatlar dâhil olmak üzere referans fiyatların işlemleri ve/veya emirleriyle ne şekilde bağlantılı olduğunu anlamalıdır.

İlke 14. Vekil olarak hareket eden piyasa katılımcıları tarafından müşteri işlemlerine uygulanan maliyetler adil ve makul olmalıdır.

İlke 15. Piyasa katılımcıları piyasanın işleyişine katkı sağlamak üzere, işlemlerdeki tutarsızlıkları en kısa zamanda belirlemeli ve çözmelidir.

İlke 16. Telefon üzerinden yatırım kuruluşları arasında aracılık yapan piyasa katılımcıları, işlem esnasında yalnızca taraflar arasında yetersiz güven olması durumunda karşı taraf bilgilerini paylaşmalıdır.

İlke 17. Last look (işlem emrini karşılayacak olan piyasa yapıcısının, emri red edebilmesi) uygulaması kullanan piyasa katılımcıları, bunun kullanımı konusunda şeffaf olmalı ve müşterilere uygun açıklamalar sağlamalıdır.

İlke 18. Müşterilere algoritmik işlemler veya farklı işlem kanallarına erişim imkânı sunan piyasa katılımcıları sistemin nasıl

işlediğine dair uygun açıklama sağlamalıdır.

BİLGİ PAYLAŞIMI

İlke 19. Piyasa katılımcıları gizli bilgileri açık ve etkin bir şekilde tanımlayıp uygun bir şekilde bu bilgilere erişimi kısıtlamalıdır.

İlke 20. Piyasa katılımcıları belli durumlar haricinde gizli bilgileri üçüncü kişilere açıklamamalıdır.

İlke 21. Piyasa katılımcıları açık, kesin, profesyonelce ve yanıltıcı olmayan bir şekilde iletişim kurmalıdır.

İlke 22. Piyasa katılımcıları piyasa hareketlerine ilişkin genel bilgileri, uygun bir biçimde ve gizli bilgileri korumayı gözeterek şekilde vermelidir.

İlke 23. Piyasa katılımcıları uygun bulunan biçim ve iletişim kanallarıyla iletişim kurma konusunda çalışanlarını açık bir şekilde bilgilendirmelidir.

RİSK YÖNETİMİ VE UYUM

İlke 24. Piyasa katılımcıları, risk yönetimi ve uyum için uygun sistemlere sahip olmalıdır.

İlke 25. Piyasa katılımcıları döviz piyasası faaliyetleriyle ilgili tüm düzenleme ve standartlar hakkında bilgili olup bunlara uymalı ve yerinde bir uyum çerçevesine sahip olmalıdır.

İlke 26. Piyasa katılımcıları karşılaştıkları döviz risklerini tanımlamak ve yönetmek için sistemler ve iç kontrollerle yerinde bir risk yönetimi çerçevesi oluşturmalıdır.

İlke 27. Piyasa katılımcıları döviz piyasası işlemlerine ilişkin riskleri kısıtlamak, izlemek ve kontrol etmek için uygulamalara sahip olmalıdır.

İlke 28. Piyasa katılımcıları risk yönetimi ve uyum işlevlerinin etkinliğini ve bunlara

bağılılığı bağımsız bir şekilde gözden geçirecek süreçlere sahip olmalıdır.

İlke 29. Piyasa katılımcıları, yasal olarak yürürlüğe konulabilir netleştirme çerçeve sözleşmeleri ve kredi destek anlaşmaları gibi netleştirme ve teminat düzenlemeleri aracılığıyla karşı taraf kredi riskine maruz kalma durumunu yönetecek süreçlere sahip olmalıdır.

İlke 30. Piyasa katılımcıları, piyasa riskini zamanında ve doğru bir şekilde ölçecek, izleyecek, raporlayacak ve yönetecek süreçlere sahip olmalıdır.

İlke 31. Piyasa katılımcıları, kâr ve zararlarını ve pozisyonlarından kaynaklanan piyasa riskini ölçmek için pozisyonlarını piyasa fiyatlarına göre değerleyecek bağımsız süreçlere sahip olmalıdır.

İlke 32. Piyasa katılımcıları, insan hatasından, yetersiz veya arızalı sistem veya süreçler veya dış olaylardan kaynaklanabilecek operasyonel riskleri belirlemek ve yönetmek için uygun işlemleri gerçekleştirmelidir.

İlke 33. Piyasa katılımcılarının, döviz piyasası faaliyetlerinin niteliği, ölçeği ve karmaşıklığına uygun şekilde; büyük ölçekli afet, önemli işlem platformlarına, takas ve diğer kritik hizmetlere erişimi kaybetme veya diğer piyasa aksaklıkları durumunda hızlı ve etkin bir şekilde uygulanabilen iş süreklilik planları olmalıdır.

İlke 34. Piyasa katılımcıları, teknolojik sistemlerin (donanım ve yazılım) kullanımı veya bunların kullanımına bağımlılıktan kaynaklanan olası olumsuz sonuçları yönetmeye yönelik süreçlere sahip olmalıdırlar.

İlke 35. Piyasa katılımcıları, takas risklerini yönetmek ve azaltmak için işlem faaliyetlerinde aksamayı en aza indirmek amacıyla çabuk çözüm önlemlerini de içeren ihtiyatlı önlemler almalıdır.

İlke 36. Piyasa katılımcıları, şeffaflık ve denetlenebilirliği kolaylaştırmak ve yetkisiz

işlemleri önlemek amacıyla piyasa faaliyetlerinin zamanında, tutarlı ve doğru bir şekilde tutulmasını sağlamalıdır.

İlke 37. Piyasa katılımcıları, döviz işlemlerinin kara para aklama, terörizm finansmanı veya diğer kanunsuz faaliyetleri kolaylaştırmak amaçlı kullanılmadığından emin olmak için karşı taraflarına müşteriye tanıma kontrollerini yapmalıdır.

İlke 38. Piyasa katılımcıları, doğrudan veya dolaylı işlem erişimini yalnızca yetkili personelle sınırlı tutmak üzere makul politika ve süreçlere (veya yönetim ve kontrollere) sahip olmalıdır.

İlke 39. Piyasa katılımcıları, etkin gözetim ve denetim sağlamak amacıyla gerçekleşen işlemlerin kaydını zamanında ve doğru bir şekilde tutmalıdır.

İlke 40. Piyasa katılımcıları, döviz piyasası faaliyetleriyle ilgili ortaya çıkan yasal riskleri belirlemek ve yönetmek için önceden belirlenmiş süreçlere sahip olmalıdır.

İlke 41. Müşterilerine geniş kapsamlı hizmetler sunan (prime brokerage) piyasa katılımcıları, işlemlerin tüm aşamalarında, ilgili tüm taraflar için riski azaltmak amacıyla piyasadaki faaliyet biçimleriyle tutarlı olacak şekilde işlem izinlerini ve kredi karşılıklarını gerçek zamanlı olarak izlemeye ve kontrol etmeye çalışmalıdır.

MUTABAKAT VE TAKAS

İlke 42. Piyasa katılımcıları, faaliyetlerine ilişkin uygulamaları, belgeleme ile kredi ve yasal risk yönetimi politikaları arasında tutarlılık sağlamalıdır.

İlke 43. Piyasa katılımcıları gözetim ve yönetim kapasitelerini hem olağan hem de yoğun koşullarda kullanmak üzere sağlam bir sistem kurmalıdır.

İlke 44. Piyasa katılımcıları, işlem verilerinin ön büro sistemlerinden operasyon sistemlerine doğrudan otomatik aktarımını gerçekleştirmeye teşvik edilir.

İlke 45. Piyasa katılımcıları, işlemlerin güncellemesi, değişikliği ve/veya iptalini kontrollü bir şekilde yapmalıdır.

İlke 46. Piyasa katılımcıları alım satım işlemini mümkün olan en kısa sürede ve güvenli ve etkin bir şekilde teyit etmelidir.

İlke 47. Piyasa katılımcıları blok işlemleri mümkün olan en kısa sürede incelemeli, doğrulamalı ve tahsis etmelidir.

İlke 48. Piyasa katılımcıları doğrulama ve takas tutarsızlıklarını mümkün olan en kısa sürede tanımlamalı ve çözmelidir.

İlke 49. Piyasa katılımcıları, her döviz ürününün yaşam döngüsü boyunca kendine özgü onaylama ve işleyiş özelliklerinin farkında olmalıdır.

İlke 50. Piyasa katılımcıları takas riskini ölçmeli ve izlemeli ve mümkün olduğunda bu riski azaltmaya çalışmalıdır.

İlke 51. Piyasa katılımcıları, standart takas yönergeleri kullanmalıdır.

İlke 52. Piyasa katılımcıları doğrudan ödeme talep etmelidir

İlke 53. Piyasa katılımcıları, takas süreci boyunca olası sorunları azaltmak için gün içi ve gün sonu fon ihtiyaçlarını tasarlamak, izlemek ve yönetmek için uygun sistemlere sahip olmalıdır.

İlke 54. Piyasa katılımcıları hesap mutabakat süreçlerini zamanında gerçekleştirmelidir.

İlke 55. Piyasa katılımcıları takas uyumsuzluklarını belirlemeli ve tazminat taleplerini zamanında bildirmelidir.

MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE İPOTEK FİNANSMANI KURULUŞU MODELİ

Onur Salttürk

Birliğimizin üç aylık yayını Gösterge'nin 2017 Kış sayısında "Bankalar Faiz Oranının Düşmesini İster mi?" başlıklı makalemizde ele alınan vade uyumsuzluğunun neden olduğu faiz riskinin, bankacılık sektörü üzerindeki etkisi etraflıca incelenmiştir. Çalışmada, kredi ile mevduat arasındaki vade uyumsuzluğu dolayısıyla, maliyetleri kârdan daha hızlı azaltması nedeniyle faizlerdeki düşüşün banka kârlılıklarını olumlu etkilediği, bu risklerin yönetimini kolaylaştırmak amacıyla 2010 yılından bu yana bankaların kaynak yaratmak için borçlanma aracı ihraçlarına yöneldiği tespit edilmiştir.

Son yıllarda yükselen kredi/mevduat oranının bankaların kredi verme olanağını baskıladığı ortamda, bankaların yaptıkları borçlanma aracı ihraçları aracılığıyla mevduata bağımlılıklarını bir nebze azaltarak düşük faiz ve uzun vadeyle finansman yaratma imkânına erişmesi, menkul kıymetlerin bankacılık sektöründeki kullanımını artırmıştır.

Tahvil ihraçlarının dışında, bankaların menkul kıymetleştirmeden yararlanarak sermaye piyasası aracılığıyla kaynak yaratması da mümkündür. Bu makalemizde menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin genel yapısı anlatılmakta, kıymetleştirme neticesinde ortaya çıkan finansal ürünlerin finansal istikrar için sağlayacağı olası faydalar değerlendirilmekte ve menkul kıymetleştirme konusunda özelleşmiş bir İpo-

tek Finansmanı Kuruluğu'nun kurulmasına yönelik önerilerimiz gerekçelendirilmektedir.

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

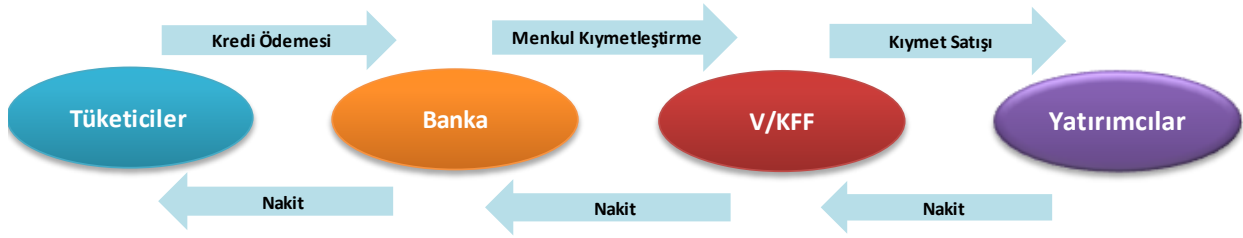
Geleneksel bankacılık anlayışında finansman sağlamak, kredi tahsis etmek ve amortisman yoluyla kredi ödemelerini tahsil etmek baskın iş modeli olarak ön plana çıkmaktadır. Yaygın şube ağı ile pazarlamacılık faaliyetleri, bankalara diğer finansal kuruluşların kolaylıkla yakalayamayacağı bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Bankacılıktaki geleneksel iş modeli nedeniyle, bankaların tahsis ettikleri kredileri bilançolarında tutma tercihi, ilave kaynak yaratmaksızın yeniden kredi vermelerine mani olmaktadır.

Geleneksel bankacılık faaliyetlerinin ayrıştırılarak (unbundling) alanında en etkin kurumlar tarafından gerçekleştirilmesi, kurumların, faaliyetlerini rekabet üstünlüğü bulunan hususlara yoğunlaştırmasına olanak tanımaktadır. Bankaların rekabet avantajının kredi tahsis etmek olduğu göz önünde bulundurulduğunda kredi tahsilatlarının beklenmesinin ciddi bir fırsat maliyetine neden olduğu anlaşılmaktadır. Bunun yerine, bu kredilerin menkul kıymetleştirilerek bilanço dışına çıkarılması ve karşılığında yatırımcılardan nakit tahsis edilmesi, bankaların faaliyetlerini kredi tahsis etme alanına odaklamalarına olanak tanıyacaktır.

Menkul kıymetleştirme konut kredisi, ticari kredi, taşıt kredisi ve kredi kartı borcu gibi likit olmayan varlıklardan elde edilen nakit akışlarının likit varlıklara dönüştürülmesini ifade eder. Menkul kıymetleştirilen varlık-

lar üçüncü kişilere satılır. Basit bir menkul kıymetleştirme işlemi Şekil 1’de örneklenirilirken, kıymetleştirmenin sağladığı faydalar Kutu 1’de detaylandırılmıştır.

ŞEKİL 1: MENKUL KIYMETLEŞTİRME



Şekil 1’de verilen örnekte tüketiciler bir bankadan ihtiyaç kredisi almış olsun. Bu ihtiyaç kredisi karşılığında tüketiciler bankadan nakit alırken, banka verilen nakit karşılığında aktifine kredi kaydetmektedir. Banka daha sonra aktifinde bulunan bu krediden gelecek nakit akışlarını bir Varlık/Konut Finansmanı Fonuna (V/KFF) nakit karşılığında devretmektedir. Ardından V/KFF elde edilen kredilere dayalı menkul kıymet ihraç ederek nakit karşılığında yatırımcılara satmaktadır. Bu sayede krediler menkul kıymetleştirilmektedir.

Menkul kıymetleştirmeye konu olan krediler tür, vade, sektör vb. kısıtlara göre gruplanabilmektedir. Kıymetlerin farklı şekillerde kurgulanabilmesi yatırımcı tercihleri doğrultusunda muhtelif özelliklere sahip ürünlerin ihracını mümkün kılmaktadır.

Dayanak kredilerin türü menkul kıymetleştirme sürecinde yatırımcıların özellikle önemsendiği bir husustur. Örneğin, KOBİ kredileri konut kredilerine göre daha riskli addedildiğinden bu kredileri teminat gös-

teren ihraçlarda yatırımcı daha yüksek getiri beklentisi içine girmektedir.

Ülkemizdeki düzenlemelerde menkul kıymetleştirme faaliyetleri neticesinde ihraç edilen varlık/ipotek teminatlı menkul kıymetler (covered bond) ile varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetler (asset/mortgage backed securities) tanımlanmıştır. Menkul kıymetleştirme faaliyetleri için halihazırda yasal altyapı bulunmasına rağmen ihraçların sınırlı kaldığı görülmektedir. Çoğunlukla bankaların ihraç iştahı bulunmasına rağmen bu faaliyetlerde arzu edildiği kadar filizlenme görülmediği anlaşılmaktadır.

V/İTMK ihraçlarında krediler bir başka kurumu devredilerek bilançodan çıkarılmadığından teknik olarak menkul kıymetleştirmeden bahsetmek doğru değildir. Bu ihraçlar menkul kıymetleştirmeden ziyade teminatlı ihraç olarak anılmaktadır. Ancak ürünlerin genel özellikleri ile sağladıkları avantajların benzerliği nedeniyle makalemizde bu ürünlere de V/İDMK’lerle beraber menkul kıymetleştirilmiş ürünler denmiştir.

KUTU 1: MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN FAYDALARI

- Son yıllarda artan kredi/mevduat oranının azaltılarak münferit ve sistemik riskin düşürölmesi
- İhraç edilen menkul kıymetler karşılığında edinilen kaynaklarla bankaların tekrar kredi tahsis etme olanağı
- Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ikincil piyasanın oluşmasıyla kredilerin likitleştirilmesi
- Menkul kıymetleştirme sayesinde risk transferinin kolaylaştırılması
- Sermaye piyasalarında işlem gören yatırım aracı sayı ve çeşidinde artış
- Farklı risk ve getiri tercihlerine sahip yatırımcılara ürünlerin özelleştirilerek sunulabilmesi sayesinde yatırımcı sayısında artış
- Risklerin geniş yelpazeli yatırımcı tabanına yayılmasından ötürü bankaların yasal rasyolarının olumlu etkilenmesi

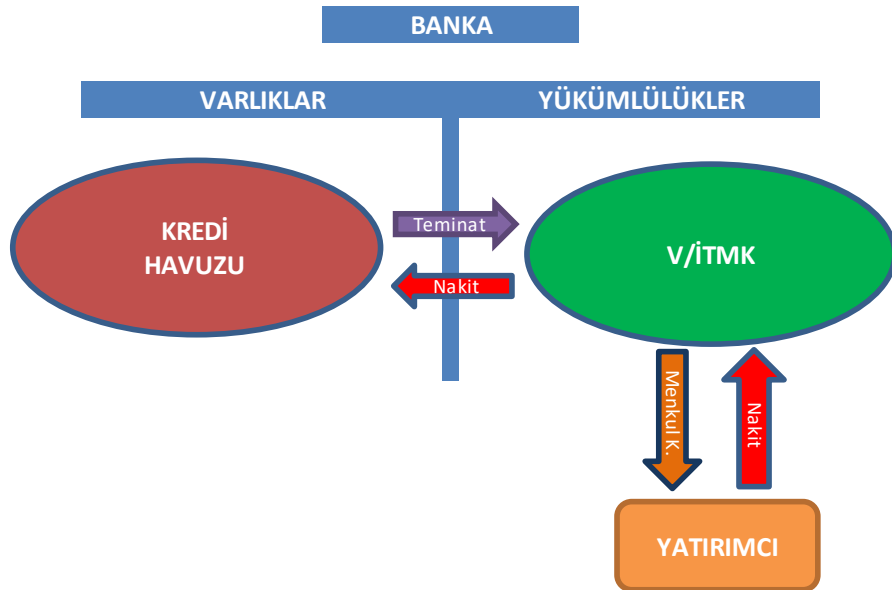
1. Varlık/İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (V/İTMK)

Varlık/İpotek teminatlı menkul kıymetlerin ihracında banka belirli bir kredi havuzunu teminat göstererek menkul kıymet ihraç etmektedir.

Banka tarafından gerçekleştirilen basit bir V/İTMK ihracı Şekil 2’de gösterilmiştir. Bu örnekte banka varlıklarında bulunan kredi

havuzu teminat gösterilmiş, karşılığında V/İTMK ihraç edilerek yatırımcı(lar)dan nakit elde edilmiştir. Yatırımcı kredilerden kaynaklanacak gelecekteki nakit akışları üzerinde hak sahibidir. Bankanın yükümlölüklerini yerine getirememesi halinde V/İTMK sahiplerinin ilgili teminat havuzu üzerinde öncelik hakkı bulunur.

ŞEKİL 2: VARLIK/İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMET İHRACI



V/İTMK'lerin en önemli avantajı mevcut durumda var olan kredi havuzunu teminat göstererek yeniden kaynak yaratma fırsatıdır. Bankalar bu sayede likit olmayan kredileri likitleştirerek nakit sağlayabilmekte ve kredi ödemelerini beklemeksizin tekrar kredi tahsis etme olanağına kavuşmaktadır.

Buna rağmen, V/İTMK'lerin yatırımcılar açısından cazibesi Türkiye'de şu ana kadar sınırlı olmuştur. Menkul kıymetleştirmeye konu olan banka kredi havuzunun teminat olarak gösterilmesi, banka tahvilleri ile karşılaştırıldığında, yatırımcılar için ek bir güvence olarak algılanmamaktadır. Bu durumda teminat nedeniyle azalan risk karşılığında beklenen getirinin geleneksel banka tahvillerine göre nispeten düşük olması yatırımcı iştahını kösteklemektedir.

Bununla beraber, V/İTMK'lerin ihracını köstekleyen pek çok sebep bulunmaktadır. En

önemli nedenlerden biri TCMB düzenlemeleri nedeniyle bankaların tabi olduğu zorunlu karşılık oranlarının V/İTMK'ler için mevduata göre hayli yüksek olmasıdır. Örneğin, 1 yıla kadar vadeli mevduat ve katılım fonu için uygulanması gereken zorunlu karşılık oranı %5,5 iken bu rakam V/İTMK'lerin de dahil olduğu Diğer Yükümlülükler grubu için 5 puanlık farkla %10,5 olarak belirlenmiştir.

V/İTMK'ler banka bilançosu içinde kaldığı için sermaye yeterliliği tablolarına da konu olmaktadır. Bu sebeple, bu kıymetlerin ihracı bankaların aktif-pasif yönetimine olumlu katkıda bulunmamaktadır.

Mevcut konjonktürde, risksiz faiz oranının yüksekliği ile mevduat faizlerinin yüksek olması menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin cazibesini baltalamaktadır.

2. Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (V/İDMK)

Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracının çalışma yöntemi Şekil 3'te sunulmaktadır. V/İDMK ihracında, sağlayacağı nakit akışı önceden belirli ticari krediler, konut kredileri gibi varlıklar bir üçüncü kuruma temlik (devir) edilmektedir. Kaynak firma bünyesinde bulundurduğu varlıklardan kurum stratejisini, ekonomik koşulları, yatırımcı iştah, tercih ve gereksinimlerini göz önünde bulundurarak bir havuz oluşturmaktadır. Oluşturulan havuz, bu varlıkları almaya yetkili bir kuruma devredilmektedir. Bu kuruma Türkiye'de Varlık/Konut Finansman Fonu denmektedir. Bu tip kurumlar devralınan krediler karşılığında

menkul kıymet ihraç etmektedir. Menkul kıymetleştirme sürecinde banka (kaynak kuruluş) kredileri bilançosundan çıkararak nakit elde ederken aynı anda kredi ve faiz riskini de bertaraf etmiş olmaktadır. Çünkü bankanın bütün hak ve yükümlülükleri fona devredilmektedir ve bu sayede bankanın herhangi bir sorumluluğu kalmamaktadır.

Bankaların kredi ve faiz riskini yönetmede menkul kıymetleştirilmiş ürünler yerine faiz swap'ı gibi geleneksel ürünleri tercih ettiği görülmektedir. Ancak kullanılan geleneksel yöntemlerin Kutu 1'de değinilen faydaları sağlamadığı da unutulmamalıdır.

İPOTEK FİNANSMANI KURULUŞU

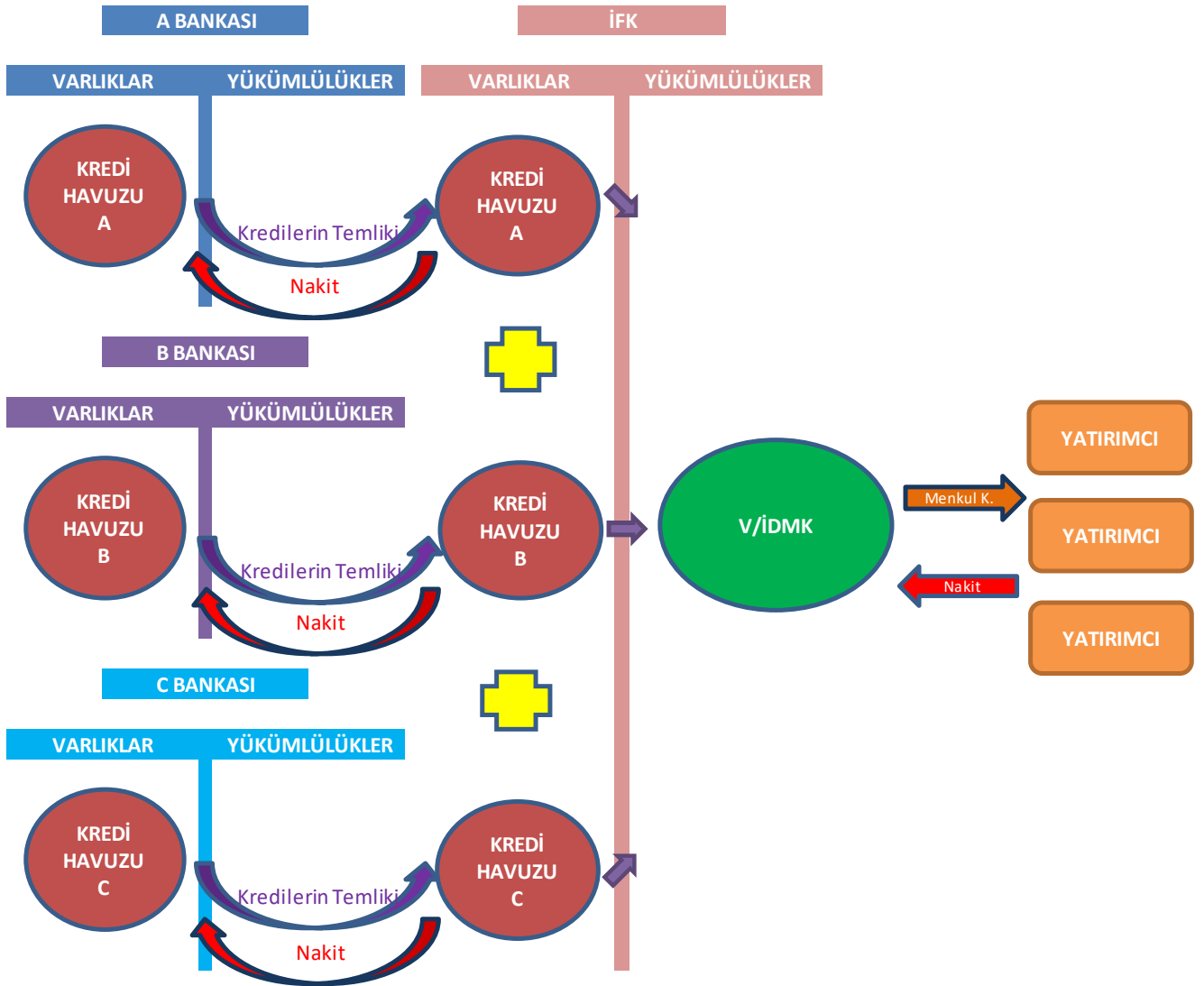
1. Genel Gerekçeler

Türkiye’deki düzenlemeler çerçevesinde bankalar kredilerinin temlikini Varlık/İpotek Finansman Fonu’nun yanı sıra sadece menkul kıymetleştirme faaliyetleri için özel olarak kurulmuş İpotek Finansmanı Kuruluşlarına (İFK) da devredebilmektedir. İpotek Finansmanı Kuruluşu kuruluş şartları Ek 1’de sunulmaktadır.

İpotek Finansmanı Kuruluşu’nun faaliyetleri Şekil 4’te gösterilmektedir. Bu örnekte

kaynak kuruluş(lar) kredi havuzlarını ayrı bir üçüncü kurum olan İFK’ya devretmektedir. Faaliyetlerini sadece temlik edilen kredilerin menkul kıymetleştirilerek yatırımcılara satılmasına yoğunlaştıran İFK hem ölçek ekonomisi sayesinde katma değer yaratmakta hem de kredi havuzlarını tamamen devreden bankaların süregelen konsolidasyon sorununu ortadan kaldırmaktadır.

ŞEKİL 4: İPOTEK FİNANSMANI KURULUŞU İHRAÇLARI



İFK farklı bankaların kredi havuzlarını aldığından daha geniş ve çeşitli kredi havuzlarına erişebilmektedir. Daha geniş yelpazede kredi havuzu menkul kıymetleştirme faaliyetleri için kullanılabildiğinden ihraçlar müşteri tercih ve kısıtlamaları doğrultusunda daha rahat özelleştirilebilmektedir.

Bankaların gerçekleştirdiği menkul kıymetleştirilmiş ürün ihraçlarında yurtiçi yatırımcı talebinin zayıf olma riski bulunsa da bu durum İFK'nın faaliyetleri neticesinde hafifletilebilmektedir. Bir bankanın kendi yaptığı ihraçta, kredilerin bilançodan çıkması nedeniyle ihraççı bankanın avantajlı duruma geçmesi endişesi taşıyan rakip sermaye grubu yatırım yapmaktan imtina edebilir. Ancak arzu eden her bankanın kredilerini devralan İFK gibi tarafsız bir kurumun harmanlayarak ihraç ettiği kıymetlere farklı sermaye gruplarının yatırım yapmaktan çekinmeyeceği düşünülmektedir.

Bankaların her bir ihraç için ayrı bir V/KFF kurması gerekirken İFK için böylesi bir zo-

runluluk bulunmamaktadır. Bu durum önemli bir maliyet avantajı sağlamaktadır.

Bankalar uygulamada kredi havuzlarını V/KFF'lere satmaktadır. Banka bünyesinde yapılan ihraçlar kapsamında kontrol gücü ve yönetim hakimiyeti söz konusu olduğu için V/KFF'ler konsolidasyona tabidir. Bu durum menkul kıymetleştirme neticesinde ihraç edilen kıymetin banka açısından sağladığı faydayı ortadan kaldırmaktadır. İFK'da ise ortaklık yapısında hakim finansal kurum bulunmaması durumunda konsolidasyon zorunluluğu ortadan kalkmaktadır.

Diğer taraftan, İpotek Finansmanı Kuruluşu'nun doğrudan müşterilerle ilişkisinin bulunmaması hizmet sağlama görevini bankalardan temin etmesini gerektirmektedir.

Tablo 1'de V/İTMK, V/İDMK ile İFK'nın sağladığı avantaj ve dezavantajlar ihraççı açısından karşılaştırılmıştır.

TABLO 1: V/İTMK, V/İDMK ve İFK'NIN İHRAÇCI AÇISINDAN KARŞILAŞTIRMASI

	V/İTMK	V/İDMK	İFK
Risk transferi kolaylaşıyor	H	E	E
Bankanın ayrı bir yapı kurması gerekiyor	H	E	E
MK ihracı derecelendirme, saklama, denetim maliyetleri doğuruyor (halk arz varsa)	H	E	E
İhraç maliyetleri için ölçek ekonomisi sağlıyor	H	H	E
Krediler banka bilançosundan çıkıyor, bankaya likidite sağlıyor	H	E	E
TCMB zorunlu karşılık oranı açısından bankaya fayda sağlıyor	H	E	E
Bankanın sermaye yeterliliği, likidite rasyoları iyileşiyor	H	H	E

Evet: E Hayır: H

2. Yatırımcılar

Yurtiçinde menkul kıymetleştirilmiş ürünlere portföy yönetim şirketlerinin yoğun ilgisinin olacağı düşünülmektedir. Ülkemizdeki düzenlemeler gereği fonların portföylerinde bulundurabileceği mevduat sınırlandırıldığından kurumsal yatırımcılar alternatif sermaye piyasası araçlarına yönelmektedir.

Bu sınırlamalara paralel olarak, kurumsal yatırımcıların son yıllarda nispeten düşük getirili devlet iç borçlanma senetlerindense özel sektör borçlanma araçlarını tercih ettiği anlaşılmaktadır. Bununla beraber, sigorta şirketi benzeri temkinli yatırımcılar için de cazip ürünlerin tasarlanarak yatırımcı

tabanının geliştirilmesi mümkündür. Ayrıca, büyük kaynakları yöneten işsizlik fonu, DASK benzeri kamu yönetiminde bulunan yapıların da menkul kıymetleştirilmiş finansal ürünlere yatırım yapabileceği düşünülmektedir. Benzer şekilde, Türkiye Varlık Fonunun kıymetleştirilmiş finansal ürünlere alaka göstermesi bu piyasanın hareketlenmesine neden olacaktır.

Menkul kıymetleştirilmiş ürünlere yurtiçi ile beraber önemli ölçüde yabancı yatırımcı ilgisi olabileceği düşünülmektedir. Bu durumda yapılacak ihraçların hukuki danışmanlık, saklama, derecelendirme, bağımsız denetim, bilgi teknolojisi geliştirme benzeri yüklü maliyetler getireceği unutulmamalıdır. Yurtdışından gelecek talebin ülke riskiyle de ilintili olduğu düşünüldüğünde ihraçların cazibesinin sadece kredilerin kalitesiyle belirlenemeyeceği anlaşılmaktadır.

Yabancı yatırımcının yurtiçi özel sektör borçlanma aracı piyasasında görülen likit olmayan yapıdan kaçınmak isteyeceği, aktif bir ikincil piyasanın varlığını önemseyeceği düşünülmektedir.

Yabancı yatırımcılara satışta bir diğer önemli husus menkul kıymetleştirmeye konu olan kredilerin Türk lirası cinsinden verilmesi ancak kıymetin döviz cinsinden ihraç edilmesidir. Bu durum beraberinde İFK için önemli bir kur riskini getirmektedir. Bu riskin ortadan kaldırılması için kullanılması gereken türev araçlar da maliyetleri hayli yükseltmektedir.

Tablo 2’de V/İTMK, V/İDMK ile İFK’nın sağladığı avantaj ve dezavantajlar ihraççı açısından karşılaştırılmıştır.

TABLO 2: V/İTMK, V/İDMK ve İFK’NIN YATIRIMCI AÇISINDAN KARŞILAŞTIRMASI

	V/İTMK	V/İDMK	İFK
Ürünler yatırımcı risk ve getiri tercihlerine göre özelleştirilebiliyor	+	+	+
Yurtiçi rakip sermaye gruplarının ürün için iştahı bulunuyor	-	-	+
Menkul kıymetin arkasında banka bulunuyor	+	-	-
Farklı kredi havuzlarına ulaşım imkanı sağlıyor	-	-	+

Evet: E Hayır: H

3. Ortaklık Yapısı

İpotek Finansmanı Kuruluşu’nun yatırım bankasına benzer doğası ve faaliyetleri nedeniyle istihdam edilecek işgücünün niteliği ile sabit masrafların büyüklüğünden dolayı güçlü sermaye ve ortaklık yapısı ile kurulması esastır.

İpotek Finansman Kuruluşu’nun faaliyetlerini en etkin ve şeffaf şekilde gerçekleştirmesi için ortaklık yapısının münasip şekilde kurgulanması elzemdir. İFK için 4 çeşit alternatif ortaklık yapısı üzerinde durulmaktadır.

- Model I - TSPB 100% Ortak: İlk modelde TSPB’nin özsermayenin tümünü karşılayarak tek ortak konumunda olmaktadır. Birliğin gerekli özsermayeyi üye aidatlarını artırarak karşılayacaktır.
- Model II - TSPB + Dileyen Üyeler: TSPB ile beraber dileyen üyelerin ortak olduğu model II’de geniş temsil sağlama fırsatına rağmen üyelerin finansal güçlerinin heterojen olması sebebiyle büyük sermaye gruplarının ağırlığının daha fazla olma ihtimali bulunmaktadır.

- Model III - TSPB + Stratejik Ortak: İFK'nın özellikle yurtdışı yatırımcılara kolaylıkla ulaşabilmesinin sağlanması açısından IFC, EBRD gibi bir kurumla stratejik ortaklığa gitmesi katkı sağlayabilir. Bu uluslararası kuruluşların ülkemiz yatırımlarına olan iştahı göz önünde bulundurulduğunda İFK'yla ortaklık yanında ihraç ettiği kıymetlere de ilgi gösterebilecekleri düşünülmektedir.

- TSPB Dışı Kuruluş: İpotek Finansmanı Kuruluşu Tebliği'nde bulunan şartları taşıyan her kurucu bir İFK kurabilir. Birden çok İFK'nın olması rekabeti tetikleyerek menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ülkemizde yaygınlaşmasına neden olacaktır.

Ortaklık yapısı alternatiflerinin avantaj ve dezavantajları Tablo 2'de detaylandırılmaktadır.

TABLO 2: ORTAKLIK YAPISI ALTERNATİFLERİ		
	AVANTAJLAR	DEZAVANTAJLAR
Model I: TSPB %100 Ortak	* TSPB'nin tarafsız durumundan ötürü İFK'nın ihraç edeceği kıymetler Türkiye'de farklı sermaye grupları için cazip olabilir * Konsolidasyon sorunu olmaz * Birliğin marka değerine ve kabul görmesine katkısı	* Bütün sermayenin TSPB tarafından sağlanması gerekliliği
Model II: TSPB + Dileyen Üyeler	* Geniş temsil * Eğer hiçbir ortağın kontrol gücü olmazsa konsolidasyon sorunu olmaz * Hakim ortak olmayacağından bütün sermaye gruplarının kredileri alınabilir * Birliğin marka değerine ve kabul görmesine katkısı	* TSPB üyelerinin sermaye/finansal güç dağılımı homojen değil, büyük grupların ağırlığı fazla olabilir * Birlik tüzel kişiliğine bağlı ortaklık yapısı
Model III: TSPB + Stratejik Ortak	* Elinde finansal gücü olan EBRD, IFC gibi uluslararası ve/veya BİAŞ gibi yurt içi kuruluşlar ile birlikte kurulması * Yönetim Kurulu'nun ortaklar arasında dağıtılmasıyla stratejik temsil sağlanması * Uluslararası finansal kuruluş ortaklığı ile ihraçlara itibar * Know – how transferi	* Uluslararası kurumlar sermayedar olmaktansa yatırımcı olmayı tercih edebilir. Yönetimde bulunmayı politik nedenlerle tercih etmeyebilir.
Model IV: TSPB Dışı Kuruluş	* İFK tebliğinde yer alan gereksinimleri yerine getiren her kurum İFK'yı kurabilir * Birden çok İFK'nın kurulması rekabet ortamı yaratabilir	* Farklı sermaye grupları diğer gruba ait İFK'ya kredi havuzlarını satmak istemeyebilir * Bir finansal kurumun ana ortak olması durumunda ortaya çıkacak konsolidasyon sorunu * Yerli ve yabancı yatırımcılar belirli sermaye grubunun kontrolü altındaki bir kurumun ihraç ettiği ürünleri tercih etmeyebilir

4. Organizasyon Yapısı

Bir yatırım bankası olarak kurgulanan İpo-tek Finansman Kuruluşu'nun en önemli üretim faktörü personel olup diğer finansal kuruluşlar gibi giderlerinde ön plana çıkan kalem personele ilişkin giderler olacaktır. İFK için önerilen organizasyon yapısı Şekil 5'te verilmektedir.

Kurumun faaliyet alanlarının çeşitliliği gözetilerek kurum stratejisi ve gayeleri göz önünde bulundurulunca önemli departmanların aşağıdaki gibi olması öngörülmektedir.

KURUMSAL FİNANSMAN MÜDÜRLÜĞÜ: Bankalardan temin edilecek kredilerin menkul kıymetleştirilmesi ile finansman sağlamak amacıyla İFK'nın menkul kıymet ihraçlarını sağlayan birimdir.

KREDİLER MÜDÜRLÜĞÜ: Menkul kıymetleştirmeye konu olacak kredileri belirleme, inceleme, analiz ve temin etmekle yükümlü birimdir.

ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI ile SATIŞ ve PAZARLAMA MÜDÜRLÜĞÜ: İFK'nın ihraç edeceği menkul kıymetlerin önemli bölümünün yurtdışı menşeli yatırımcılar olduğu göz önünde bulundurularak

Uluslararası Sermaye Piyasaları (International Capital Markets, ICM) ile Satış ve Pazarlama Müdürlükleri birleştirilmiştir.

HUKUK İŞLERİ MÜDÜRLÜĞÜ: İFK üst yönetim ve departmanlarına hukuki danışmanlık sağlama ve İFK'nın faaliyetlerine ilişkin hukuki hususları yönetmekle sorumlu birimdir.

MEVZUAT UYUM MÜDÜRLÜĞÜ: Ulusal ve uluslararası mevzuatı inceleyerek kurum faaliyetlerinin düzenlemelere uygunluğunu sağlamakla yükümlü birimdir.

YATIRIMCI İLİŞKİLERİ MÜDÜRLÜĞÜ: Yatırımcılara kurum faaliyetleriyle ilgili önemli ve güncel bilgi akışını sağlayarak yatırım camiası ile ilişkileri yürüten birimdir.

EKONOMİK ARAŞTIRMALAR MÜDÜRLÜĞÜ: Kurum çalışmalarını geliştirmeye yönelik ulusal ve uluslararası araştırmalarla, ekonomik ve sektörel verilerin derlenmesiyle yükümlü birimdir.

HAZİNE MÜDÜRLÜĞÜ: İFK'nın aktif/pasif yönetimi gerçekleştirme ve kurum kaynaklarını belirlenen yatırım stratejisi dahilinde yatırım araçlarında değerlendirme görevlerini gerçekleştiren birimdir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Bankalar 2010 yılından bu yana finansman sağlamak amacıyla mevduata ilaveten düşen faiz oranlarının da etkisiyle borçlanma aracı ihraçlarına yönelmiştir.

Menkul kıymetlerin bankacılık alanında daha fazla kullanılmaya başlanmasıyla gelişmiş ülkelerde yaygın olan menkul kıymetleştirme faaliyetlerine ülkemiz bankalarının eğildiği görülmektedir.

Bankaların rekabet üstünlüğünün kredi tahsis etmek olduğu düşünüldüğünde veri-

len kredilerin geri dönüşünün beklenmesinin fırsat maliyetine neden olduğu, tahsis edilen kredilerin bilançodan çıkarılarak karşılığında elde edilen nakitle tekrar kredi verilebileceği anlaşılmaktadır.

Konut, taşıt kredisi gibi kredilerin banka tarafından yatırımcı arzu ve ihtiyaçlarına göre özelleştirilerek menkul kıymetleştirilmesinin son dönemde artan kredi/mevduat oranının düşürülmesi, kredilerin likitleştirilerek risk transferinin daha kolay yapılabil-

mesi, sermaye piyasalarında işlem gören yatırım aracı sayı ve çeşidinde artışa neden olma gibi pek çok faydası bulunmaktadır.

Ülkemizde V/İTMK ve V/İDMK ihraçları bugüne kadar sınırlı olmuştur. TCMB düzenlemeleriyle düzenlenen zorunlu karşılık oranlarında menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin dezavantajlı olması, menkul kıymetleştirme faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan danışmanlık, denetim, derecelendirme ve saklama maliyetlerinin yüksek olması, menkul kıymetleştirme işleminin bankanın kredi pazar payının azaltması ihraçların artışını engellemiştir.

Menkul kıymetleştirme banka ya da kurdukları Varlık/Konut Finansman Fonu tarafından yapılabileceği gibi İpotek Finansmanı Kurulu (İFK) tarafından da yapılabilir. Pek çok bankanın kredi havuzunu devralabildiğinden, sağladığı ölçek ekonomisi yanında, bankaların bilançolarından kredileri tamamen çıkarabilme olanağı İFK'yı cazip kılmaktadır. İFK'nın ihraç edeceği kıymetlerin yurtiçi yatırımcılarla beraber yurtdışı yatırımcılar için de hayli cazip olacağı düşünülmektedir. Yabancı yatırımcının kolayca erişemeyeceği likit olmayan bir varlık grubunun kıymetleştirilmesi yurtdışı yatırımcılar açısından arzu edilen bir durum olarak ön plana çıkmaktadır.

Bunun yanında, İFK'nın yüksek montanlı ihraçlar yapmasını engelleyen bir takım düzenlemeler de bulunmaktadır. İFK'nın da tabi olduğu Borçlanma Araçları Tebliği'nde halka kapalı kurumlarda borçlanma aracı tavan limiti özsermayesinin üç katı olarak belirlenmiştir. Bankaların tahsis ettiği kredilerin büyüklüğü göz önünde bulundurulduğunda, hayata geçmesi halinde, düzen-

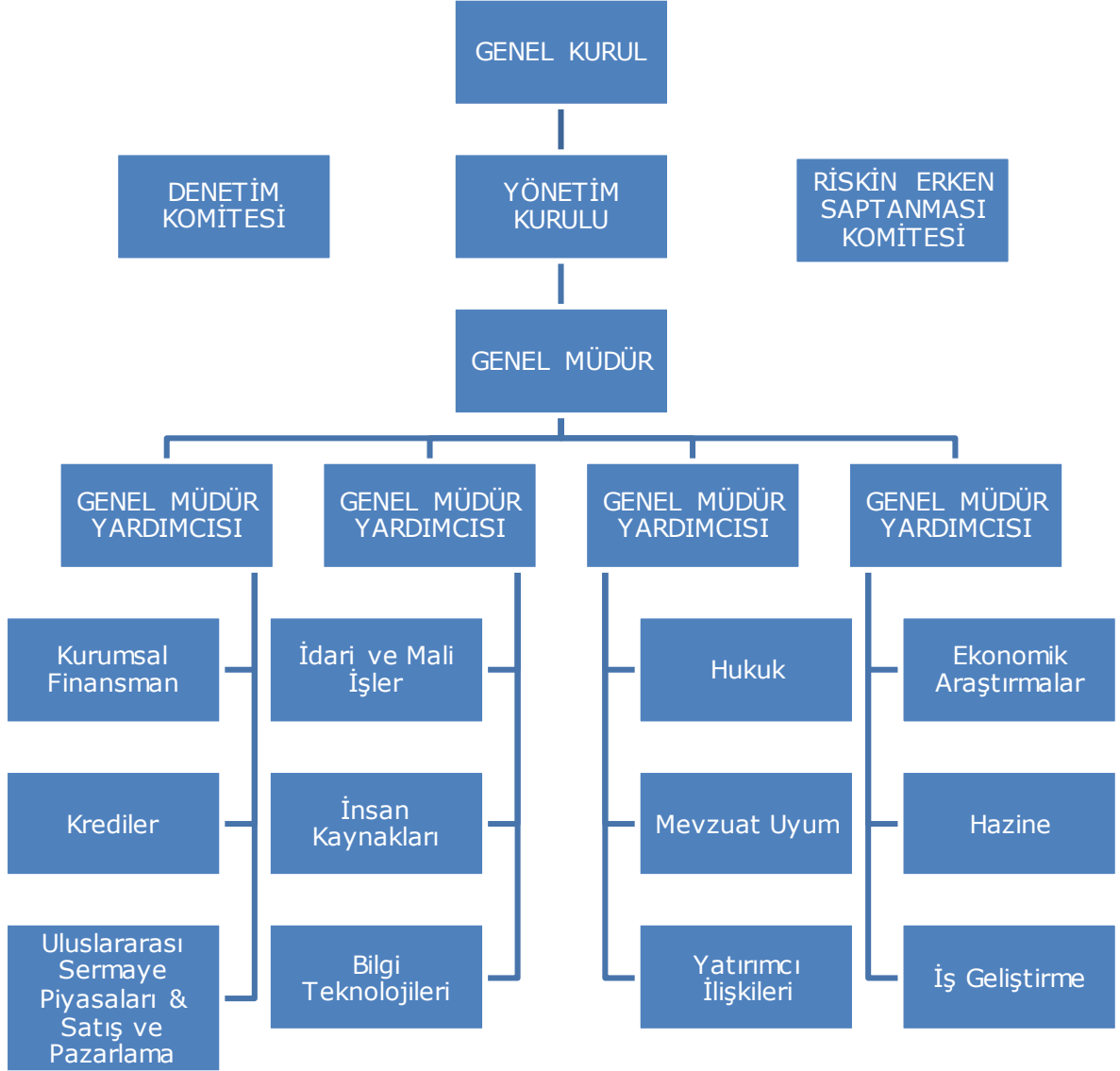
lemelerde İFK'ya istisna tanınması gerekliliği kaçınılmazdır.

Bankalar öncelikle ellerindeki sorunlu kredilerden kurtulma eğiliminde olacağından İFK'nın ihraç ettiği menkul kıymetlerin dayandığı kredilerin kalitesi şüpheli görülebilmektedir. Kurumun uzun dönemli başarı ve sürdürülebilirliğinin temini için itibar riskinin titizlikle yönetilmesi hayli önem taşımaktadır. Bu noktada, kaliteli kredilerle sorunlu kredilerin harmanlanmasından kaçınılması esastır. İFK'nın Kredi Kayıt Bürosu veri tabanına erişiminin sağlanması riskin azaltılması yönünde olumlu bir adım olacaktır.

Türkiye'de faaliyette bulunan bankaların farklı iş plan ve stratejileri bulunduğundan bu bankalardan devralınarak menkul kıymetleştirilen kredilerin yatırımcı tercihleri doğrultusunda düşük maliyet ve etkin bir şekilde harmanlanması çetin olacaktır. Bu nedenle münasip kıymetlerin ihracı için önerilen organizasyon yapısı dahilinde uygun personelin istihdamı büyük önem taşımaktadır.

Makalemizde İFK için farklı ortaklık yapıları incelenmiş ve örnek organizasyon yapısı üzerinde durulmuştur. İFK'nın kurulması ile ülkemizde menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin artacağını, kredi/mevduat oranının düşürülerek finansal sistemin üzerindeki baskının hafifletileceğini, çeşitli nedenlerle kıymetleştirme faaliyetlerinden kaçınan bankaların kredi havuzlarını İFK'ya devredebileceğini, sermaye piyasalarında işlem gören kıymet çeşit ve sayısında artış olacağını, kredilerde ikincil piyasanın ortaya çıkmasıyla risk transferinin kolaylaştırılacağını ortaya koymaktadır.

ŞEKİL 5: ÖNERİLEN ORGANİZASYON YAPISI



EK 1: İPOTEK FİNANSMAN KURULUŞU KURULUŞ ESASLARI ve PERSONEL

Kuruluş Esasları:

- Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca Kayıtlı Sermaye Sistemine tabidir.
- Sermayesi en az 10.000.000 TL olmalıdır.
- Paylar nama yazılı olmalıdır.
- Paylar nakit karşılığı ve tam çıkarılmalıdır. Paylar nakden ödenmelidir.
- Kurucu ortaklarının, Yönetim Kurulu üyelerinin ve Genel Müdür'ün uygun şartları taşıması gereklidir.
- Ortaklık yapısının şeffaf ve açık olması gereklidir.

İFK kurucuları aşağıdakilerden biri olabilir:

- Kurucular
 - Konut Finansmanı Kuruluşu (Banka, finansal kiralama, finansman şirketleri)
 - Geniş yetkili aracı kurum
 - VTMK ihraççısı niteliğini haiz kuruluş
 - Varlık Kiralama Şirketi
 - TOKİ
 - SPKn'nin dördüncü kısmında belirtilen kurumlar (Borsalar, TSPB, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, Merkezi Takas Kurumu, Merkezi Saklama Kurumu, Yatırımcı Tazmin Merkezi)
 - SPK'nın uygun gördüğü kuruluşlar
- Kurucu ortaklar ile önemli etkiye sahip gerçek ve tüzel kişi ortakların yabancı uyruklu olması veya yurtdışında yerleşik olması mümkündür ve Kurulca yabancı ortağın ülkedeki yetkili otoriteden söz konusu ortak hakkında görüş alınır.

Yönetim Kurulu, Genel Müdür ve Genel Müdür Yardımcısı:

- En az 5 kişiden oluşan Yönetim Kurulu
 - Dört yıllık yükseköğrenim kurumlarından mezun olmalıdır.
 - Çoğunluğunun bankacılık, finans, sermaye piyasası, hukuk, muhasebe, iktisat, risk yönetimi ve bilgi teknolojileri gibi alanlarda en az 10 yıllık mesleki tecrübeye haiz olması gereklidir.
 - En az birinin bağımsız üye olması zorunludur.
 - En az birinin İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisansına sahip olması gereklidir.
- Genel Müdür ve Genel Müdür Yardımcısı
 - Hukuk, iktisat, maliye, bankacılık, işletme, kamu yönetimi ve dengi dallarda dört yıllık yükseköğrenim, mühendislik öğrenimi görmüş ise belirtilen alanlarda lisansüstü öğrenim görmüş olması gerekir.
 - Bankacılık, finans, sermaye piyasası, hukuk, muhasebe, iktisat, risk yönetimi ve bilgi teknolojileri gibi alanlarda en az 10 yıllık mesleki tecrübeyi ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansına haiz olması gereklidir.

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

