

GÖSTERGE

BAHAR 2020

ARACI KURUMLAR - 2019/12
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2019/12
TAHSİLİ GECİKMiŞ ALACAKLARIN ÇÖZÜM YÖNTEMLERİ
TAHVİLLERDE İHRAÇÇI TAAHHÜDÜ UYGULAMALARI



**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 - 2019/12	1
<i>Ceylan Anıl – Deniz Kahraman</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2019/12	19
<i>Onur Salttürk</i>	
Tahsili Gecikmiş Alacakların Çözüm Yöntemleri	31
<i>Ceylan Anıl</i>	
Tahvillerde İhraççı Taahhüdü Uygulamaları	45
<i>Deniz Kahraman</i>	

ARACI KURUMLAR

2019/12

Ceylan Anıl – Deniz Kahraman

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumların yanı sıra ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan bir yatırım bankasından derlediği 2019 yılına ait faaliyet verileri ile finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz etmiştir.

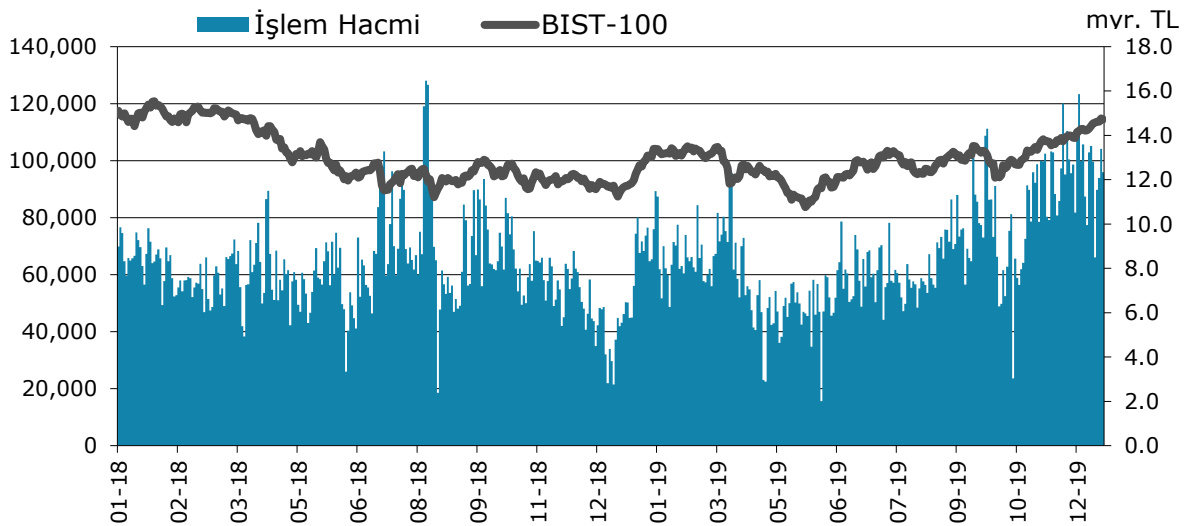
65 kurumdan derlenen verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

ABD ve Çin'in öncülüğündeki dış ticarete korumacı eğilimler ve İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair belirsizliklerin devam etmesinin etkisiyle, 2019 yılı boyunca küresel iktisadi politikalara ilişkin endişeler hâkim olmuştur. 2019 yılında faizler gerilerken, dünya genelinde pay senedi piyasalarında fiyatların yükseldiği gözlenmiştir.

Türkiye'de enflasyonda süregelen düşüş ve hız kesen ekonominin yeniden toparlanmaya başlamasıyla birlikte, yurtiçinde finansal piyasalardaki seyir de olumlu yönde olmuş, BIST-100 endeksi %26 yükselerek seneyi 114.754 puanla kapamıştır.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

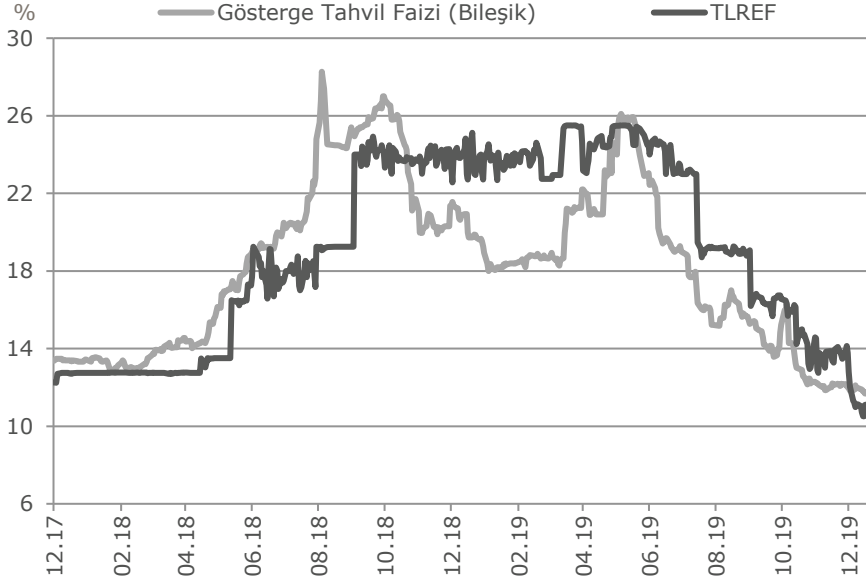
Enflasyondaki düşüş trendi, TCMB'nin politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yılın ikinci yarısında art arda dört kez faiz indirimi yaparak %24'ten %12'ye düşürmesine olanak sağlamıştır. Bu ortamda gecelik

repo faizleri de gerilemiş, referans faiz oranı olarak Borsa İstanbul bünyesinde gerçekleşen TL cinsi DİBS teminatlı gecelik repo işlemleri kullanılarak hesaplanan TLREF ise 2019 sonunda %11 olmuştur.

Gösterge tahvil faizi sene başında %20 seviyelerinden, Mayıs sonundan itibaren düşüş

trendine girmiş ve 2019 sonunda %12'ye gerilemiştir.

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

ARACILIK FAALİYETLERİ

2019 yılında, opsiyon ve kaldıraç işlemleri haricindeki tüm işlemlerde artış gözlemlenmiştir. Repo işlemlerinin hacmi 2018 yılına kıyasla 4 katına çıkarak 28,6 trilyon TL olurken pay senetleri işlem hacmi ise önceki yıla göre %7 artarak 4 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Repo işlemlerinden sonra en büyük artışın görüldüğü vadeli işlemlerde 2018 yılına göre işlem hacmindeki artış %12 olarak gerçekleşmiştir. Opsiyon işlem hacmindeki %26 azalış

bankaların işlemlerindeki azalışın etkisiyle gerçekleşmiştir.

Tablo 1’de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) yıllık işlem hacmi gösterilmektedir. Sabit getirili menkul kıymet kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerine Borsa İstanbul’da gerçekleşen işlemler ile borsa dışında gerçekleşip Borsa’ya tescil edilen işlemler dâhil edilmiştir. Merkez Bankası ve Takasbank’a ait işlemlere ise tabloda yer verilmemiştir.

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (mn. TL)			
	2018	2019	Yıllık Değişim
Pay Senedi	3,955,750	4,229,061	6.9%
Aracı Kurum	3,594,678	3,874,860	7.8%
Banka	361,072	354,200	-1.9%
SGMK	1,290,436	1,340,808	3.9%
Aracı Kurum	193,603	194,463	0.4%
Banka	1,096,833	1,146,345	4.5%
Repo	6,665,865	28,644,843	329.7%
Aracı Kurum	1,141,689	5,658,588	395.6%
Banka	5,524,176	22,986,255	316.1%
Vadeli İşlemler	2,498,897	2,802,721	12.2%
Aracı Kurum	2,424,494	2,684,113	10.7%
Banka	74,403	118,608	59.4%
Opsiyon	48,675	35,803	-26.4%
Aracı Kurum	17,688	22,880	29.3%
Banka	30,987	12,924	-58.3%
Varant*	30,843	31,161	1.0%
Kaldıraçlı İşlemler*	9,705,054	7,731,626	-20.3%
Müşteri	4,493,825	4,121,266	-8.3%
Likidite Sağlayıcı	5,211,229	3,610,360	-30.7%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

PAY SENETLERİ

2019 yılında, 54 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmış, işlem hacmi, 2018 yılına oranla %7 artarak 4,2 trilyon TL olmuştur. Bununla beraber, yoğunlaşma yüksek olup, bir yatırım bankasıyla beraber ilk 5 kurumun hacmi, toplam piyasa hacminin %42'sini oluşturmıştır.

2019 yılında yabancı yatırımcıların pay senedi işlem hacmindeki payı, yerli yatırımcıların işlemlerinde özellikle son çeyrekte görülen artış ile 2 puan azalarak Tablo 2'de görüleceği üzere %27 olarak gerçekleşmiştir.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %62'sinin yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcılar halka açık payların yalnızca %19'una sahiptir.

Yurtiçi kurumsal yatırımcıların toplam pay senedi işlem hacmindeki payının ise %3'te kaldığı görülmektedir. Yurtdışı yatırımcılarda ağırlık %26 pay ile yurtdışı kurumlardadır.

Tablo 5'te işlem hacimlerinin departmanlara göre dağılımı ele alınmaktadır. Buna göre, 2019 yılında pay senedi hacminde en yüksek paya sahip olan internet işlemlerinin payı son çeyrekte %3 puan artarak %42'ye çıkmıştır.

2018 yılından itibaren ilk defa işlem hacmi departman kırılımında, doğrudan piyasa erişimi (direct market access/DMA) detayına yer vermeye başlanmıştır. Bu kanalın genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir. 2018 yılı öncesinde bu işlemlerin, ağırlıkla yurtdışı satış ve pazarlama departmanı ve internet altında sınıflandığı ifade edilebilir. Kurumların işlemlerinde doğrudan piyasa erişimi kanalının payı 2018 yıl sonunda %11 iken 2019'da %12'ye çıkmıştır.

Son yıllarda finansal piyasalarda iş modellerinin teknolojik gelişmelerle evrildiği görülmektedir. Bu sayede emir iletiminin doğrudan yapıldığı kanallar olan internet ve doğrudan

piyasa erişimi kanallarının pay senedi işlemlerindeki toplam payı %55'tir. Bu kanallar ile gerçekleşen işlemlerin toplam hacmi, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 3 puan artmıştır.

İnternet üzerinden yapılan pay senedi işlemleri genellikle yurtdışı bireysel yatırımcılar

tarafından tercih edilirken, doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalının ağırlıkla yurtdışı kurumlar tarafından kullanıldığı bilinmektedir.

Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmindeki payı ise %16'dır. Bu işlemlerin büyük çoğunluğu şubeler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Tablo 2: Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2019)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	62.3%	5.5%	6.5%	53.2%	37.8%	43.1%	52.5%
Yurtiçi Kurumlar	7.4%	20.6%	12.0%	10.2%	54.4%	37.5%	47.4%
Yurtiçi Kurumsal	3.0%	73.4%	81.5%	5.7%	2.1%	0.0%	0.0%
Yurtiçi Yatırımcı	72.6%	99.4%	99.9%	69.0%	94.3%	80.6%	99.9%
Yurtdışı Bireyler	0.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
Yurtdışı Kurumlar	25.7%	0.0%	0.1%	28.0%	5.6%	19.3%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	1.5%	0.4%	0.0%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	27.4%	0.6%	0.1%	31.0%	5.7%	19.4%	0.1%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de bankalar faaliyet göstermektedir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil dâhil), 2019 yılında geçtiğimiz yıla göre hafif artmış ve 1,3 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Repo/ters-repo işlemleri ise (tescil dâhil) yıl içinde repo faizinin mevduat faizinin üzerinde seyretmesi dolayısıyla önceki yıl ile kıyaslandığında neredeyse 4 kattan fazla artarak 29 trilyon TL'ye yaklaşmıştır.

2019 yılı boyunca toplam 40 aracı kurum ve 42 banka tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. Bu işlemlerde aracı kurumların payı %15 olmuştur. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin neredeyse yarısı sadece 2 kurum tarafından gerçekleştirilmiştir.

Verileri derlenen yatırım bankası, sabit getirili menkul kıymetler piyasasında da işlem yapmakta olup; analize dâhil edilmiştir.

Birliğimizce verileri derlenen kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır (Tablo 2). Tahvil/bono işlem hacminin %73'ünü yurtiçi kurumsal yatırımcılar oluştururken, %21'ini yurtiçi kurumlar gerçekleştirmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında ise işlemlerin %63'ünün yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ve merkez dışı birimler üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir (Tablo 5). Ayrıca, bir aracı kurumun yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlemlerini yurtdışı satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıyor olması nedeniyle, yurtdışı satış ve pazarlama departmanının bu işlemlerdeki payı %20 olarak kaydedilmiştir. Benzer şekilde, yurtdışı pazarlama departmanı tarafından gerçekleşen repo işlemleri oranında da bu kurumun etkisi vardır.

Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurumlar ile yatırım bankasının müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. 2019 yılında repo işlemlerini

önemli derecede artıran yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcıların bu işlemlerdeki payı 7 puan artarak %81'e ulaşmıştır.

VADELİ İŞLEMLER

2019'da 53 aracı kurum ve 9 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, son çeyrekteki artışın da etkisiyle, önceki yıla göre %12 artarak 2,8 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. TCMB, 2018 Eylül ayından itibaren Borsa İstanbul'da döviz vadeli işlem kontratlarında işlem yapmaktadır fakat Tablo 1'e TCMB verileri dahil edilmemiştir.

Tablo 3'te görüleceği üzere, vadeli işlemlerin yarısından fazlasını endeks vadeli işlemleri oluşturmaktadır. Paya dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin hacmi 3 katına çıkarken, bu işlemlerin toplam vadeli işlem hacmindeki payı 8 puan artarak %12'ye çıkmıştır. Bu gelişmelerle döviz vadeli işlemlerin payı %38'den %29'a gerilemiştir.

Aracı kurumlar ve değerlendirmeye alınan yatırım bankası tarafından gerçekleştirilen vadeli işlemlerin neredeyse yarısının ilk 5 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, bu yatırımcıların işlemleri, toplam vadeli işlem hacminin yarısını oluşturmaktadır (bkz. Tablo 2). Yurtiçi kurumsal yatırımcıların vadeli işlem hacmindeki payı, pay senedine göre daha yüksek olup, toplam işlem hacminin %6'sına

karşılık gelmektedir. Yurtiçi kurumların payı ise %10 olup, bunun %58'i kurumların kendi portföylerine yaptıkları vadeli işlemleri yanıstırmaktadır.

Tablo 3: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
Ürün	2018	2019
Endeks	56.1%	54.6%
Döviz	38.2%	28.8%
Pay	4.0%	11.7%
Diğer	5.7%	4.9%
Toplam	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

Verileri derlenen yatırım bankasının da bu piyasada işlemi bulunmaktadır. İncelenen kurumların vadeli işlemlerinde departman dağılımında en yüksek pay %26 ile internet iken, bunu %18'erlik paylarla doğrudan piyasa erişimi kanalı ile şubeler takip etmektedir (bkz. Tablo 5). İnternet kanalının payı, pay senetlerinin hayli altında olmakla beraber 2018 yılına göre 6 puan artmıştır. Yurtiçi satış ve pazarlama departmanı %15, yurtdışı satış ve pazarlama departmanı ise %14 paya sahiptir.

Doğrudan piyasa erişiminin payı, vadeli işlemlerde hisse senetlerini geçerken, bu işlemleri genelde yurtdışı yatırımcıların tercih ettiği görülmektedir.

Sonuç olarak, opsiyon işlemlerinin büyük kısmını oluşturan döviz opsiyon işlemlerinin payı 2018 yılına göre 14 puan azalmıştır.

OPSİYONLAR

2019 yılı boyunca 34 aracı kurum ve 4 banka tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacmi 2018 yılına göre %26 azalarak 36 milyar TL olmuştur.

2018 yılı ile kıyaslandığında, 2019 yılında endeks dayanak alan opsiyon sözleşmeleri %58 artarken, döviz dayanak alan opsiyon sözleşmeleri hacmi ise %35 azalış göstermiştir.

Tablo 4: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Oranı Dağılımı		
Ürün	2018	2019
Endeks	7.8%	15.8%
Döviz	84.5%	70.8%
Pay	7.7%	13.4%
Toplam	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

2019 yılında incelenen kurumların opsiyon işlem hacmi 22 milyar TL civarı olurken, sadece iki aracı kurum tarafından gerçekleştirilen işlemler incelenen kurumların toplam opsiyon hacminin %55'ini oluşturmuştur.

Opsiyon işlemlerinde genelde yurtiçi bireylerin yoğunlukta olduğu görülse de 2019 yılında aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %54'ü yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı ise yalnızca %6 oranında kalmaktadır (bkz. Tablo 2).

Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin büyük kısmının kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir (bkz. Tablo 5). Kurum portföyünün payı 2018 yılına göre 17 puan artarak %47'ye çıkmıştır. Opsiyon işlemlerinde şubenin payı %25 ile diğer ürünlerin önündedir.

Tablo 5: Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2019)							
Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	9.5%	47.9%	52.8%	14.7%	15.0%	5.8%	15.3%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	16.3%	14.7%	28.3%	20.6%	25.4%	7.3%	10.3%
Şube	13.9%	3.1%	7.6%	18.1%	24.1%	1.1%	10.0%
Acente	1.4%	11.5%	20.7%	1.3%	1.3%	0.0%	0.3%
İrtibat Bürosu	1.1%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	6.2%	0.0%
İnternet	42.4%	0.3%	0.0%	26.1%	6.5%	40.5%	27.7%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	12.3%	0.0%	0.0%	18.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.2%	0.1%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	3.0%	16.9%	6.6%	5.9%	47.3%	27.1%	46.7%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	16.0%	20.0%	12.1%	13.0%	5.7%	19.3%	0.0%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Ağırlıklı olarak bireysel yatırımcıların işlem yaptığı bu piyasada 2019 yılında 43 kurum aracılık yapmıştır.

Varant işlemlerinde işlem hacminin %59'u piyasa yapıcı iki kuruma ait olup, yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir.

Varant işlem hacmi 2019 yılında, 2018 yılı ile kıyaslandığında değişmeyerek 31 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu işlemlerinin yarısına yakını internet üzerinden yapılırken, yurtdışı satış ve pazarlama departmanı yoğunluklu olarak tek bir kurumun işlemlerini yansıtmaktadır.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Kaldıraçlı işlemler yalnızca aracı kurumlar tarafından yapılmakta olup, 2019 yılında 2018 yılına göre %20 azalarak 7,7 trilyon TL

civarında gerçekleşmiştir. Bu hacmin 4 trilyon TL'lik kısmı aracı kurumların müşterileri ile gerçekleştirdiği kaldıraçlı işlemlerden, kalan

kısmı likidite sağlayıcılar ile gerçekleştirilen işlemlerden oluşmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde de yoğunlaşma yüksektir. Müşterilerle gerçekleşen işlemlerin %60'ına yakını ilk 5 aracı kurum tarafından yapılmıştır.

KURUMSAL FİNANSMAN

Bu bölümde incelenen kurumlar tarafından gerçekleştirilen kurumsal finansman projelerine yer verilecektir.

PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

Dünya'da son yıllarda şirketlerin halka açılmak yerine, girişim sermayesi, risk sermayesi gibi modellere yöneldiği görülmektedir. Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre Dünya'da 2019 yılında, süregelen ekonomik ve jeopolitik belirsizlikler nedeniyle 2018 yılına kıyasla halka arz olan şirket sayısı %19 azalırken, halka arzların toplam büyüklüğü ise sadece %4 azalmış ve hasılat 198 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de ise 2018 yılının Haziran ayından 2019 Mayıs ayına kadar halka arz gerçekleşmeye de Mayıs ayından itibaren küçük tutarlı 6 halka arz gerçekleşmiş, hasılat toplamı ise 263 milyon TL ile 2018'in hayli altında gerçekleşmiştir. Diğer yandan, 2019 yılında ikinci halka arz gerçekleşmemiştir.

2019'da özel sektörün tahvil ihraç sayısı bir önceki yıla kıyasla hafif düşerek 1.330 olarak gerçekleşmiş, hasılat tutarı ise aynı döneme göre %17 artarak 210 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Mevduata göre daha cazip

2019 yılında gerçekleşen kaldıraçlı işlemlerin %28'i internet üzerinden yapılmış iken, ardından gelen yurtiçi satış departmanının payı %15'tir. Tablo 5'te kurum portföyü altında izlenen tutar esas olarak likidite sağlayıcı ile yapılan işlemleri göstermektedir.

getirileriyle banka bonolarındaki yükseliş, söz konusu artışta önemli olmuştur. Bu ihraçların bir kısmına yatırım bankaları da aracılık ettiği için, Tablo 6'da sunulan rakamlar ile farklılık göstermektedir. 1.330 adet tahvil ihracının 1.145'inin aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülmektedir.

Tablo 6: Pay Senedi Halka Arzları ve Tahvil İhraçları

	2018	2019
Pay Senedi Halka Arzları		
Sayı	9	6
Tutar (mn. TL)	5,437	263
Pay Senedi İkincil Halka Arzları		
Sayı	1	0
Tutar (mn. TL)	2,989	0
Tahvil İhraçları		
Sayı	1,385	1,330
Tutar (mn.TL)	179,121	210,322

Kaynak: Borsa İstanbul

*Tahsisli satışlar hariçtir.

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2019 yılında aracı kurumlar 1.643 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 1.145'i tahvil ihracı olmak üzere, toplam 1.362 adet proje tamamlamıştır.

2019 yılında aracı kurumlar, satın alma-birleşme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 19 proje tamamlamıştır. Diğer yandan, özelleştirme projesi satış ve alış taraflarında toplam üç yeni iş tamamlanmıştır. Bu projeler Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.'nin üretim tesisleri ile Elektrik Üretim A.Ş.'nin

özelleştirilmesi işlemlerinden kaynaklanmaktadır.

Diğer finansmana aracılık türündeki projeler ise, Türkiye'deki girişimlere yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık faaliyetini içermektedir. Bu faaliyette bulunan bir aracı kurum bulunmaktadır.

Diğer danışmanlık faaliyetinin altında tamamlanan 113 iş ise genellikle menkul kıymet ihraççılarının ihtiyaç duyduğu; değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsamaktadır.

**Tablo 7: Kurumsal Finansman Faaliyetleri
(Tamamlanan Proje Sayısı)**

	2018	2019
Birincil Halka Arz	11	6
İkincil Halka Arz	6	0
Tahvil-Bono İhracı	1,216	1,145
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	11	2
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	12	17
Finansal Ortaklık	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	5	1
Sermaye Artırımı	47	34
Temettü Dağıtım	41	41
Özelleştirme -Alış Tarafı	2	1
Özelleştirme -Satış Tarafı	8	2
Diğer Danışmanlık	97	113
Toplam	1,456	1,362

Kaynak: TSPB

VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir. İncelenen kurumlardan yalnızca 19 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir.

Aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında yönettiği portföy büyüklüğü geçtiğimiz yıla göre %78 artarak 2019 sonunda 3,8 milyar TL olmuştur. Bu artış büyük ölçüde iki kurumun gerçek ve tüzel müşterilerinden kaynaklanmıştır.

2019 sonu itibarıyla 19 aracı kurum tarafından 4.931 gerçek ve tüzel kişiye portföy

yönetimi hizmeti verilmektedir. Müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

2018 sonuna kıyasla, tüzel yatırımcı sayısı %60 artarken, tüzel yatırımcıların portföyü 2,5 misline çıkmıştır. Artış büyük ölçüde bir kurumun müşterilerinden kaynaklanmıştır.

Aracı kurumlardan portföy yönetimi hizmeti alan bireysel yatırımcıların portföyü ise, 2018 yılına kıyasla 2019 yılında %26 artarak 2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi		
	2018	2019
Yatırımcı Sayısı	4,331	4,931
Tüzel	82	131
Gerçek	4,249	4,800
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	2,133	3,780
Tüzel	487	1,710
Gerçek	1,647	2,071

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

Aracı kurumlar sadece menkul kıymet alımıyla sınırlı olmak üzere müşterilerine kredi kullanılabilmektedir.

Aracı kurumların müşterilerine kullandığı kredi bakiyesi, sektör genelinde artarak 2019 sonunda tarihi en yüksek seviyeye çıkarak 2,8 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

Kredili işlem bakiyesi en yüksek beş kurum, toplam kredili işlem bakiyesinin neredeyse yarısını oluşturmaktadır. Aynı sıralamada ilk 11 kurum ise toplam kredili işlem bakiyesinin dörtte üçünü oluşturmaktadır.

Toplam kredi hacmi azalsa da kredi kullanan yatırımcı sayısı, 2018 yılı sonuna göre 206 kişi azalmış, yatırımcı başına kredi hacmi sonuç olarak %54 artmıştır. Bu artışın neredeyse yarısı iki kurumun müşterileri

tarafından kullanılan kredi bakiyesi nedeniyle gerçekleşmiştir. Bununla beraber, kurum bazında kişi başına düşen kredi bakiyelerinin 25.000 TL ile 1,8 milyon TL arasında değiştiği görülmektedir.

Tablo 9: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri		
Yatırımcı Sayısı	2018	2019
Kredi Hacmi (mn. TL)	1,823	2,752
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	12,101	11,895
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	150,666	231,348

Kaynak: TSPB

Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar verilere dâhil değildir.

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır. Bu dönem verileri derlenen yatırım bankasının şubesi bulunmamaktadır. 2018 sonundan bu yana 12 şube kapanmıştır. İrtibat bürosu sayısı ise aynı dönemde 18 artmıştır.

2019 sonu itibarıyla 40 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı birimlerin %96'sının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir.

Tablo 10: Erişim Ağı		
	2018	2019
Şubeler	289	277
İrtibat Büroları	46	64
Acente Şubeleri	9,387	9,332
TOPLAM	9,722	9,673

Kaynak: TSPB

Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, banka iştiraki olmayan iki aracı kurumun

çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir. 2019 yılı sonunda acente şubeleri sayısı 2018 sonuna göre 55 azalarak 9.332 olmuştur.

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, birçok finansal ürün için şube hacminin, işlem hacminin kayda değer bir

kismini oluşturduğu anlaşılmaktadır. Bazı aracı kurumların acenteler ile emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, fiiliyatta acenteler aracılığıyla sadece müşteri edinimine katkı sağlanmaktadır. Benzer şekilde, bazı aracı kurumların irtibat bürolarında da sadece tanıtım faaliyeti yürütüldüğü, emir kabul edilmediği görülmektedir.

ÇALIŞAN PROFİLİ

2019 yıl sonunda, 64 adet aracı kurumun yanı sıra piyasalarda işlem yapan Merrill Lynch Yatırım Bankasının da dâhil edildiği sektörde toplam çalışan sayısı, 2018 sonuna göre 49 kişi artarak 4.965 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 11: Kurumların Çalışan Sayısı		
	2018	2019
Kadın	2,075	2,121
Erkek	2,841	2,844
Toplam	4,916	4,965

Kaynak: TSPB

2019 yılının son çeyreğinde özellikle 3 kurumun etkisiyle işe alımlar hayli artmıştır. Bu üç kurum; Osmanlı (26 kişi), GCM (22 kişi) ve İnfö (16 kişi) olurken, en fazla personel azalışı görülen şirket Tacirler (5 kişi) olmuştur.

İncelenen yatırım kuruluşlarında, personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve

pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların yarısından fazlası bu üç birimde çalışmaktadır. Son çeyrekte en çok personel artışı yurtiçi pazarlama departmanında gerçekleşmiştir.

Tablo 12’de, aracı kurumların ortalama çalışan sayısının 2018 sonunda 78’den, 2019 sonunda 76 kişiye düşmesi yeni faaliyete geçen 2 aracı kurumdan kaynaklanmaktadır. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde ortalama çalışan sayısı geçtiğimiz yıla göre 2 artarak 19 olurken, ardından gelen mali işler biriminde ortalama çalışan sayısı 10 olmuştur.

Aracı kurum çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veri www.tspb.org.tr adresinde yer almaktadır.

Tablo 12: Çalışanların Departman Dağılımı

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2018	2019	2018	2019
Şube ve İrtibat Bürosu	1,684	1,672	5	5
Şube	1,354	1,287	5	5
İrtibat Bürosu	330	385	7	6
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	689	787	16	19
Broker	88	82	2	2
Dealer	232	222	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	166	153	6	5
Hazine	131	133	4	4
Portföy Yönetimi	31	36	2	2
Kurumsal Finansman	142	138	4	4
Araştırma	178	179	4	4
Mali ve İdari İşler	664	662	11	10
İç Denetim-Teftiş	196	203	3	3
İnsan Kaynakları	79	69	2	2
Bilgi İşlem	247	253	4	4
Diğer	389	376	7	7
Toplam	4,916	4,965	78	76

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, yatırım kuruluşlarının 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. Bu dönemde 65 kurumun verileri derlenmiştir.

Tablo 13'te gösterildiği üzere yatırım kuruluşlarının toplam varlıkları artan finansal yatırımlar ile ticari alacaklarla birlikte 2019 yılında 2018 sonuna göre %24 artarak 27 milyar TL'ye yükselmiştir. Likit bir aktif yapısına sahip sektörün varlıklarının 25 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 11 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 10 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. 2018 sonu itibarıyla yatırım kuruluşlarının ellerinde bulundurdıkları varlıkların %35'i yabancı para cinsinden iken, 2019 yılında bu oran %20'ye gerilemiştir. Bununla beraber, yükümlülükler incelendiğinde döviz cinsinden yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerdeki payının 1 puan gerileyerek %7 civarında olduğu görülmektedir.

Nakit ve nakit benzerleri 2018 sonuna göre %2 azalarak 10,8 milyar TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli ticari alacaklar ise, yatırım kuruluşlarının Takasbank ve müşterilerin takasla ilgili alacaklarını artırması ile kredili işlem bakiyesindeki büyüme neticesinde karşılaştırılan dönemde %61 büyüyerek 10 milyar TL olmuştur.

Tablo 13: Özet Bilanço (milyon TL)

	2018	2019
Dönen Varlıklar	20,388	25,147
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,004	10,810
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,770	2,890
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	6,240	10,061
Diğer	1,373	1,386
Duran Varlıklar	1,491	2,048
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	896	1,165
Diğer	594	883
TOPLAM VARLIKLAR	21,878	27,195
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,564	19,251
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,251	8,648
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	5,526	9,452
Diğer	786	1,152
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,152	341
Özkaynaklar	6,162	7,603
Ödenmiş Sermaye	2,444	2,567
Sermaye Düzeltmesi Farkları	246	246
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	8	8
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	307	438
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	613	655
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	1,201	1,962
Net Dönem Kârı/Zararı	1,343	1,728
TOPLAM KAYNAKLAR	21,878	27,195

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 14'te görüldüğü üzere aracı kurumların 13 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatın oluşturduğu görülmektedir.

Yatırım kuruluşlarının kısa vadeli portföyleri karşılaştırılan dönemde %6 büyürken, artışın neredeyse tamamı bir aracı kurumun 3 aydan uzun vadeli mevduatları sınıfladığı diğer finansal araçlar portföyünü 795 milyon TL artırmamasından ileri gelmiştir. Ayrıca, 2019

yılında yatırım kuruluşlarının portföylerindeki kamu borçlanma aracı varlığı iki katına ulaşarak 568 milyon TL olmuştur.

Aralık 2019'da özel sektör sabit getirili menkul kıymet yatırımları 2018 sonuna göre %24 azalarak 612 milyon TL'ye gerilerken, pay senedi yatırımları %66 artarak 695 milyon TL'ye ulaşmıştır. Diğer finansal varlıklardaki artış, bir kurumun üç aydan uzun vadeli mevduatını artırması ve birkaç kurumun yatırım fonu varlığını artırmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 14: Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2018	2019
Repo ve Mevduat	10,555	10,143
Kamu SGMK	280	568
Özel SGMK	810	612
Pay Senedi	418	695
Diğer	262	1,015
Toplam	12,325	13,033

Kaynak: TSPB

Yatırım kuruluşlarının 20 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 9 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu kısa vadeli borçlanmaların 4 milyar TL'si para piyasasına borçlar, 3,1 milyar TL'si çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 1,7 milyar TL'si banka kredilerinden oluşmaktadır.

Para piyasasına borçlar Aralık 2019 itibarıyla 2018 sonuna göre 1,3 milyar TL azalırken, banka kredileri bir aracı kurumun işlemiyle 1,3 milyar TL artmıştır. Yatırım kuruluşlarının çıkarılmış tahvil, bono ve senetler yoluyla

elde ettiği kısa vadeli kaynaklar ise Aralık 2019 itibarıyla 268 milyon TL artmıştır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin 9 milyar TL'si ise kurumların büyük ölçüde menkul kıymet ve takas pozisyonlarına işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Yatırım kuruluşlarının toplam özkaynakları ise geçmiş yıl kârlarının artışına bağlı olarak 2018 sonuna göre 1,4 milyar TL artarak 7,6 milyar TL olmuştur.

GELİR TABLOSU

2019 yılında kurumların gelirleri önceki yıla kıyasla %20 artarak 4,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2019 yılında toplam gelirlerdeki büyüme kurum portföyü kârından ileri gelmiştir. Kurum portföyüne yapılan işlemlerden elde edilen gelir 3 katına yaklaşarak 900 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu sonuçta tezgahüstü türev (swap forward işlemleri), vadeli işlem, SGMK ve pay senedi işlem kârındaki keskin artış etkili olmuştur.

Toplam gelirlerin %46'sını oluşturan aracılık gelirleri müşteri ile yapılan pay senedi işlem hacminin önceki yıla kıyasla fazla değişmesi nedeniyle önceki yıla göre %3 artmıştır.

2019 yılında müşterilerin pay senedi işlem hacmi önceki yıla göre %7 artarken, pay senedi aracılığından elde edilen net gelir (komisyon iadeleri düşülmüştür) dikkat çekici şekilde %4 azalmıştır. Müşterilerin vadeli işlem hacmi ise %12 artarken, bu işlemlerden elde edilen gelirler de %18 artmıştır. Vadeli işlemlerden elde edilen gelirin artışında işlem hacminde önde gelen kurumların komisyon oranlarını artırması etkili olmuştur.

Tablo 15: Toplam Gelirler (milyon TL)

	2018	2019	Değişim
Aracılık Gelirleri	1,928	1,986	3.0%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	343	900	162.4%
Kurumsal Finansman Gelirleri	323	344	6.5%
Varlık Yönetimi Gelirleri	59	67	13.8%
Müşteri Faiz Gelirleri	585	616	5.3%
Diğer Gelirler	318	351	10.1%
Toplam	3,557	4,264	19.9%

Kaynak: TSPB

Verilere çeyrekler itibarıyla bakıldığında, yılın dördüncü çeyreğinde işlem hacmindeki artışla birlikte, aracılık gelirlerinin önceki çeyreklerle göre yaklaşık %40 artışla 624 milyon TL'ye ulaştığı görülmüştür.

Sektörün kuruma kalan efektif ortalama komisyon oranı pay senetleri için önceki yılda %0,0317 iken, 2019 itibarıyla %0,0285 seviyesine gerilemiştir.

Tablo 16: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2018	2019	Değişim
Pay Senedi	1,218	1,169	-4.1%
Türev İşlem	308	363	17.7%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	29	77	161.3%
Yabancı Menkul Kıymet	44	53	21.5%
Kaldıraçlı İşlem	328	325	-1.2%
Toplam	1,928	1,986	3.0%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, 2019'da geçen yıla göre %7 artışla 344 milyon TL olmuştur.

Tahvil ihraç büyüklüğündeki artışla, pay senedi halka arz gelirlerinin düşüşüne rağmen halka arz/ihraç gelirleri önceki yıla göre %4 artarak 255 milyon TL olmuştur.

Bu dönemde şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 38 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu işlemlerin 30 milyonluk kısmı iki aracı kurumun yaptığı dört işlemde kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bir aracı kurumun faaliyetlerini yoğunlaştırdığı diğer finansmana aracılık faaliyetleri ile sektör yarattığı geliri bir önceki döneme göre 10 milyon TL artırarak 29 milyon TL'ye çıkarmıştır.

Tablo 17: Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2018	2019	Değişim
Halka Arz – Tahvil İhraç	244	255	4.4%
Şirket Satın Alma-Birleşme	39	38	-3.7%
Diğer Finansmana Aracılık	19	29	48.2%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtım	4	5	20.9%
Diğer Danışmanlık	16	18	8.8%
Toplam	323	344	6.5%

Kaynak: TSPB

Yeniden Tablo 15'te sunulan toplam gelirlere dönecek olursak, kredi bakiyesindeki artışa rağmen faizlerdeki düşüşle 2019'da müşteri faiz gelirlerinin sadece %5 yükselerek 616 milyon TL'ye ulaştığı görülmektedir.

2019 yılında özel portföy yönetimi müşterisi gerçek ve tüzel yatırımcıların portföyleri önceki yıla göre %74 büyüye de büyümenin özellikle son dönemde yaşanması dolayısıyla artış gelirlere sınırlı yansımış, geçen yıla göre bu işlemlerden elde edilen gelir %14 artarak 67 milyon TL olmuştur.

Diğer gelirler kalemindeki 351 milyon TL bir aracı kurumun yüksek frekanslı işlem yapan müşterilerine sunmuş olduğu hizmetten elde ettiği yan gelirlerden ve başka bir aracı kurumun yurtdışındaki ana ortağına sunduğu yatırım danışmanlığı, pazar araştırması gibi

faaliyetlerden elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır.

2019 yılında kurumların toplam giderleri ise, önceki yıla göre %13 artarak 2,5 milyar TL olmuştur. 449 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %71'ini 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.

Genel yönetim giderlerinin %56'sını personel giderleri oluşturmaktadır. Toplam personel gideri 2019 yılında önceki yıla göre %11 artarak 1,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Aralık sonunda 4.965 kişinin istihdam edildiği sektörde çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri Aralık 2018'e göre %10,4 ile enflasyonun altında artarak 19.598 TL olmuştur.

Tablo 18: Giderler (milyon TL)

	2018	2019	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	388	449	15.7%
İşlem Payları	279	318	14.1%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	109	131	19.6%
Genel Yönetim Giderleri	1,817	2,046	12.6%
Personel Giderleri	1,034	1,151	11.3%
Amortisman Giderleri	47	102	114.0%
İtfa Payları	10	15	52.3%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	13	13	5.2%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	42	53	25.8%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	105	114	8.6%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	565	598	5.8%
Toplam	2,205	2,495	13.2%

Kaynak: TSPB

2019'da kurumların aracılık gelirleri pay senedi işlemlerinden elde edilen gelirlerin düşüşüne bağlı olarak sınırlı artarken, diğer gelirler karşılaştırılan dönemde fazla değişmemiştir. Kurum portföyüne yapılan işlemlerden elde edilen kârdaki keskin artışla toplam gelirler (brüt kâr) önceki yıla göre %20 artarak 4,3 milyar TL olurken, giderler %13 artışla 2,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Bazı kurumların kur farkı gelirlerini muhasebeleştirdiği net faaliyet gelirleri (diğer faaliyet gelirleri ile diğer faaliyet giderleri farkı) fazla değişmezken, genel yönetim giderlerindeki sınırlı artış nedeniyle faaliyet kârı bir önceki yıla göre %30 artarak 1,4 milyar TL'den 1,8 milyar TL'ye çıkmıştır.

Tablo 19: Gelir Tablosu (milyon TL)

	2018	2019	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	163,040	570,847	250.1%
Satışların Maliyeti	-159,484	-566,583	255.3%
Brüt Kâr/Zarar	3,557	4,264	19.9%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-388	-449	15.7%
Genel Yönetim Giderleri	-1,817	-2,046	12.6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1	-0.4	-33.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	628	447	-28.9%
Diğer Faaliyet Giderleri	-558	-373	-33.1%
Faaliyet Kârı/Zararı	1,422	1,842	29.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4	4	-11.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	900.4%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	14	21	45.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	1,440	1,866	29.6%
Finansman Gelirleri	2,134	2,211	3.6%
Finansman Giderleri	-1,881	-1,910	1.5%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1,692	2,167	28.1%
Vergi Gelir/Gideri	-350	-440	25.7%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-371	-484	30.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	21	44	108.1%
Dönem Kârı/Zararı	1,343	1,728	28.7%

Kaynak: TSPB

Net finansman gelirleri 2019'da önceki yıla göre %19 artarak 302 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansman gelirleri tarafında mevduat faiz gelirleri azalmasına karşın, para piyasası, repo ve swap faiz gelirlerinde dikkat çekici artış yaşanmıştır. Ayrıca, bir kurumun türev işlem pozisyonundan da kaynaklı olarak diğer gelir ve kârlarının artması net finansman gelirlerinin artışını desteklemiştir.

Sonuç itibarıyla, 2019 yılında kurum portföyü işlemlerindeki dikkat çekici artışa bağlı olarak faaliyet gelirleri önceki yıla göre 707 milyon TL kadar artmıştır. Ayrıca, net finansal gelirlerdeki 49 milyonluk artış faaliyet gelirlerindeki artışı kuvvetlendirmiştir. 2019 yılında verisi derlenen kurumların kârı bir önceki yıla göre %29 artarak 1,7 milyar TL olmuştur.

Tablo 20: Net Dönem Kâr/Zarar

	2018	2019
Kurum Sayısı	63	65
Kâr Eden Kurum Sayısı	53	52
Zarar Eden Kurum Sayısı	10	13
Net Kâr	1,343	1,727
Toplam Kâr (milyon TL)	1,366	1,768
Toplam Zarar (milyon TL)	-23	-40
Karlılık*	37.8%	40.5%
Özsermaye Karlılık Oranı	23.6%	25.1%

Kaynak: TSPB

*Net Kâr/Brüt Kâr

2019 yılında en çok kâr eden kurum İş Yatırım (379 milyon TL) olurken, sırasıyla ilk 6 kurum (İş Yatırım, Garanti Yatırım, Ak Yatırım, Deniz Yatırım, Yapı Kredi Yatırım ve Merrill Lynch Yatırım Bankası) sektör kârının %57'sini oluşturmuştur.

İncelenen 64 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından 52'si bu dönemde kâr etmiştir. 2019 yılında sektörün özsermaye kârlılık oranı kâr artışıyla önceki yıla göre 2 puan artarak %25,1 oranında gerçekleşmiştir.

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2019/12

Onur Salttürk

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2019 yılına ilişkin olarak sırasıyla portföy yönetimi

büyüklikleri, çalışan profili ve finansal tablo verileri ele alınacaktır. Raporumuzda kullanılan verilerin detaylarına ve geçmiş dönem analizlerine www.tspb.org.tr adresinden ulaşılabilir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri ayrıca gerçek ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre ise faaliyetleri sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlandırılmış kapsamına giren portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım fonu veya girişim sermayesi fonu yönetmektedir.

Aralık 2019 itibarıyla 49 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. 4 portföy yönetim şirketi (Fokus, Kalender, Bizim ve Feronia) 2019'un dördüncü çeyreğinde faaliyetlerine son verirken 1 kurum (Letven) faaliyete geçmiştir.

Portföy yönetim şirketlerinden biri portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden bu kurumun kendi yönettiği bir tutar bulunmaktadır. Faaliyete yeni geçen beş portföy yönetim şirketi ise henüz fon yönetmemektedir. Sonuç olarak portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 43'tür.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (2019)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	41	553	127,292
Emeklilik Yatırım Fonu	25	406	127,577
Bireysel Portföy Yönetimi*	26	2,427	28,713
Yatırım Ortaklığı	7	12	644
Toplam	43	3,398	284,225

Kaynak: TSPB

* Toplam bireysel portföyü olan yatırımcı sayısına bakarken, gerçek ve tüzel kişilerin birden fazla kurumda portföyü olabileceği dikkate alınmalıdır.

Bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü 2018 sonuna göre %64 artarak 284 milyar TL'ye ulaşmıştır. 406 adet emeklilik fonu

toplam portföy büyüklüğünün %45'ini oluşturmaktadır.

Yatırım fonları portföyü de son bir yılda %124 yükselerek 2019 sonunda toplam portföyün %45'ini teşkil eder hale gelmiştir. Bu oran 2018 sonunda %33 düzeyindeydi.

2019 sonu itibarıyla portföy yönetimi yapan 43 kurumun 14'ü banka kökenlidir. Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %91'ini yönetmektedir.

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)		
	2018	2019
Yatırım Fonları	56,920	127,292
Emeklilik Yatırım Fonları	93,206	127,577
Bireysel Portföy Yönetimi	22,776	28,713
Gerçek Kişi	5,334	8,007
Tüzel Kişi	17,442	20,705
Yatırım Ortaklıkları	515	644
Toplam	173,416	284,225

Kaynak: TSPB

2019 sonu itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip tümü banka kökenli ilk 5 kurum (sırasıyla Ziraat, İş, Ak, Yapı Kredi ve Garanti Portföy) toplam yönetilen portföyün %74'ünü oluşturmaktadır. 2019 yılında Ziraat Portföy'ün Vakıf ve Halk Portföy'ü devralması sektörde yoğunlaşmanın

daha da artmasına neden olmuştur. 3 kamu kökenli portföy yönetim şirketinin (Ziraat, Vakıf ve Halk) tek bir çatı altında toplanması 2018 sonunda en büyük beş şirketin toplam portföyün %65'ini yönettiği sektörde bu oranın 2019 sonu itibarıyla %74'e yükselmesini sağlamıştır.

Tablo 3: Yönetilen Portföy Adedi		
	2018	2019
Yatırım Fonları	516	553
Emeklilik Yatırım Fonları	407	406
Bireysel Portföy Yönetimi	2,543	2,427
Gerçek Kişi	2,308	2,202
Tüzel Kişi	235	225
Yatırım Ortaklıkları	12	12
Toplam	3,478	3,398

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

2019 sonu itibarıyla yatırım fonu yöneten 41 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü 2018 sonuna göre 70 milyar TL artarak 127 milyar TL olmuştur.

2019'da yatırım fonlarına olan 22 milyar TL'lik net sermaye girişi olmuştur. Bu artışın %41'i para piyasası fonlarından kaynaklanırken %22'si ise yılın son çeyreğinde serbest fonlara artan yatırımcı ilgisi nedeniyle gerçekleşmiştir.

Yatırım fonu yöneten şirketler arasında toplam yönetilen yatırım fonlarının %47'si 3 şirket (İş, Ziraat ve Ak Portföy) tarafından yönetilmektedir.

MKK verilerine göre toplam yatırım fonu yatırımcı sayısı önceki yıla göre %4 artarak 3 milyon olmuştur. Bu yatırımcıların önemli büyüklüğünün bireysel yatırımcılardan meydana geldiği anlaşılmaktadır. Bireysel yatırımcılar toplam yatırım fonu

portföy büyüklüğünün %75'ini meydana getirmektedir.

Tablo 4: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)		
	2018	2019
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	44,276	98,635
Gayrimenkul Yatırım Fonu	3,994	6,842
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	1,255	1,516
Borsa Yatırım Fonu	182	364
Serbest Yatırım Fonu	7,213	19,936
Toplam	56,920	127,292
Özel Fon	6,488	13,444

Kaynak: TSPB

Yatırım fonları; menkul kıymet yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, borsa yatırım fonları ile serbest yatırım fonlarından meydana gelmektedir.

Menkul kıymet yatırım fonları 2019 sonu itibarıyla toplam yatırım fonlarının %77'sini oluşturmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonları 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren özellikle Ağustos sonunda mevduat ve katılma hesaplarına getirilen stopaj avantajıyla küçülmeye başlamışsa da ilerleyen dönemde daha cazip getiriyle para piyasası fonlarına talebin artmasıyla tekrar yükselişe geçerek portföy değeri 2019 sonunda tarihi zirve olan 127 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Serbest fonların sayısı 2019 sonu itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre 55 adet artarak 171'e çıkarken bu fonların portföy büyüklüğü ise %176 artarak 20 milyar TL olmuştur. Hem Türk lirası hem de döviz mevduat faizlerinin 2019'un ikinci yarısında hızla düşüşe geçmesiyle yatırımcıları alternatif yatırım aracı arayışına girmiştir. Bu dönemde döviz cinsinden işlem gören döviz serbest yatırım fonları cazip bir alternatif sunarak yatırımcıların bu kıymetlere yönelmesine neden olmuştur.

Yeni kurulmaya başlandığı 2016 sonunda, 3 adet gayrimenkul fonu 85 milyon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2019 sonu itibarıyla 13 portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen gayrimenkul yatırım fonu sayısı 39'a çıkmış, bu fonların büyüklüğü ise 7 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarının sayısı aynı dönemde 18'e çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 1,5 milyar TL olmuştur.

Merkezi Kayıt Kuruluşu aylık bazda yatırım fonlarındaki fiyat etkisinden arındırılmış net sermaye giriş-çıkışlarını yayımlamaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yurtdışında kurulu fonları MKK'da yer almadığı için Tablo 5'te sunulan MKK'da saklanan portföy büyüklüğü (2019 sonu itibarıyla 122 milyar TL) Birliğimizin derlediği tutardan (127 milyar TL) düşüktür.

Tablo 5'te gösterildiği üzere 2019 yılında yatırım fonlarındaki en büyük artış 21 milyar TL ile para piyasası fonlarında gerçekleşmiştir. Bu durum yıl içerisinde para piyasası fonlarındaki performansın mevduata göre daha cazip olmasından kaynaklanmaktadır.

Serbest fonlara olan yoğun yatırımcı ilgisi nedeniyle yıl içinde bu fonlara da 12 milyar TL düzeyinde bir giriş gerçekleşmiştir.

Tablo 5: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (milyon TL)

	2019 Başı Portföy Büyükülüğü	2019 Ocak – Aralık Net Sermaye Girişi	2019 Ocak – Aralık Değer Artışı	2019 Sonu Portföy Büyükülüğü
Para Piyasası	12,848	21,413	5,642	39,903
Borçlanma Araçları	17,891	5,991	3,611	27,493
Serbest	6,964	11,543	3,363	21,870
Değişken	3,585	5,457	1,111	10,153
Gayrimenkul	3,117	2,308	980	6,405
Katılım	1,539	3,681	551	5,771
Hisse Senedi	2,290	516	990	3,796
Fon Sepeti	1,496	721	435	2,652
Girişim Sermayesi	1,270	53	262	1,585
Kıymetli Madenler	530	470	225	1,225
Korumalı	501	224	194	919
Karma	484	-42	124	566
Genel Toplam	52,514	52,335	17,488	122,337

Kaynak: MKK

Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen, portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen özel fonların büyüklüğü ise 2019'da bir önceki yıla göre %107 artarak 13,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde fon sayısının da 72'den 113'e çıktığı görülmektedir. Yeni özel fonların önemli bölümünün serbest fon olarak kurulduğu görülmektedir.

Takasbank'tan temin edilen menkul kıymet yatırım fonlarının dağılımı Tablo 6'da verilmektedir. Yatırım fonu verilerine gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları dahil değildir.

Menkul kıymet yatırım fonlarının önemli bölümünün kısa vadeli enstrümanlardan meydana geldiği görülmektedir.

Tablo 6: Menkul Kıymet Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı

	2018	2019
Repo	4,097	25,076
Mevduat*	2,210	23,640
ÖSBA	18,335	20,487
Eurobond	8,290	13,485
DİBS	3,893	10,517
Pay	4,172	8,837
Kira Sertifikası**	205	5,932
Altın	568	611
Diğer**	6,446	5,460
Toplam	48,216	114,046

Kaynak: Takasbank

* Katılma hesaplarını içermektedir.

** Kamu ve özel

*** Takasbank Para Piyasası, diğer fon katılma payları, vadeli işlem nakit teminatları içermektedir.

2018 sonunda %5 olan mevduat ağırlığı 2019 sonu itibarıyla 21 milyar TL artarak %21'e yükselmiştir. Aynı dönemde repo ağırlığı da 21 milyarlık artışla toplam portföyün %22'sini teşkil eder hale gelirken Takasbank Para Piyasası'nın ağırlığı repo ve mevduattaki hızlı yükselişle önemli ölçüde azalmıştır.

Emeklilik Yatırım Fonları

2019 sonu itibarıyla 25 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2019’da emeklilik yatırım fonları büyüklüğü otomatik katılım sistemi (OKS) fonları dâhil olmak üzere 2018 sonuna göre %37 büyüyerek 128 milyar TL’ye ulaşmıştır. Mevcut durumda sistemde 11,4 milyon tekil yatırımcının toplam 119 milyar TL’si yönetilmektedir. Bu rakamın 17 milyar TL’si devlet katkısından meydana gelmektedir.

2017 yılında devreye giren ve kademeli olarak kapsamı genişletilen otomatik katılım sistemindeki fon büyüklüğü toplam emeklilik yatırım fon büyüklüğünün 8,2 milyar TL’sini oluşturmaktadır. 2019 sonu itibarıyla sistemdeki toplam katılımcı sayısı 5,4 milyon kişidir.

İlk beş kurum (Ziraat, Ak, İş, Garanti ve Yapı Kredi Portföy) toplam emeklilik yatırım fonlarının %83’ünü yönetmektedir.

Takasbank’tan alınan emeklilik yatırım fonu portföy içerik dağılımı Tablo 6’da sunulmaktadır.

Bireysel Portföy Yönetimi

2019 sonu itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 26 kurum bulunmaktadır. İlgili dönemde 2.202 gerçek, 225 tüzel kişinin toplamda 29 milyar TL’lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken, bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır.

Yatırım fonlarına ilgi artarken bireysel portföy yönetimi büyümesi %26’da kalmıştır. 2019 itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların yarısından fazlasının üç portföy yönetim şirketinden birine (Yapı Kredi, Azimut ve Ak) yöneldiği görülmektedir.

Tablo 6: Emeklilik Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı

	2018	2019
DİBS	30,423	38,184
Pay	11,176	18,539
Kira Sertifikası*	963	17,469
Eurobond	12,965	16,774
Repo	4,425	10,715
ÖSBA	13,711	10,114
Mevduat*	10,277	6,016
Altın	7,003	4,845
Diğer**	2,244	5,031
Toplam	93,187	127,687

Kaynak: Takasbank

* Kamu ve özel

** Katılma hesaplarını içermektedir.

*** Takasbank Para Piyasası, diğer fon katılma payları, vadeli işlem nakit teminatları içermektedir.

Kira sertifikası verileri 2019’da devlet iç borçlanma senetlerinden ayrıştırılarak ve-rilmeye başlamaştır. Buna göre kira sertifikalarının emeklilik yatırım fonlarındaki ağırlığı %14’le payın ardından üçüncü sırada gelmektedir. Pay senetlerinin ağırlığı yatırım fonlarında %15 ile yatırım fonlarındaki payın (%8) yaklaşık iki misli kadardır.

Bireysel portföy yönetimi en yüksek üç kurum (Ziraat, Ak ve İş Portföy) portföyün %67’sini yönetirken, banka kökenli bu kurumların ardından gelen bağımsız iki kurumun (Azimut ve İstanbul Portföy) toplam portföydeki pazar payları %20’dir.

Birliğimiz bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayrıştırarak derlemektedir. Bu doğrultuda incelendiğinde, 2.202 gerçek kişinin özel portföy yönetimi kapsamında yönetilmekte olan 8 milyar TL’lik yatırımlarının %49’u yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Aynı oran 21 milyar TL’lik tüzel kişi portföyünde %13’tür.

Tablo 8: Bireysel Portföy Yönetimi (mn. TL)

	Kolektif Yatırım Araçları	Diğer Yatırım Araçları	Toplam
Gerçek Kişi	3,924	4,084	8,007
Tüzel Kişi	2,647	18,058	20,705
Toplam	6,571	22,142	28,713

Kaynak: TSPB

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49 adet yatırım ortaklığının 12'si portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır. Yatırım ortaklığı toplam portföyünün %90'ı menkul kıymet yatırım ortaklıklarından meydana gelmektedir.

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü

2019'da bir önceki yıla göre 129 milyon artışla 644 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarındaki 95 milyon TL'lik artış toplam portföy büyüklüğü artışının %74'ünü teşkil etmiştir.

2018 sonuna kıyasla gayrimenkul yatırım ortaklıklarında önemli bir değişim gözlenmemiştir. Aynı dönemde girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında %107'lik yükseliş gerçekleşmiştir.

Tablo 9: Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)

	2018	2019
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	472.0	566.5
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	12.2	12.8
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	31.1	64.5
Toplam	515.3	643.8

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

2019 yılında Halk ve Vakıf Portföy'ün faaliyetlerinin sona ermesiyle sektörde çalışan sayısı 39 kişi azalarak 738 kişiye gerilemiştir. Sektörde toplam çalışan sayısının yalnızca %36'sını kadınlar oluşturmaktadır.

49 portföy yönetim şirketi arasında çalışan sayısı sıralamasında 50 ve üzeri çalışana sahip olan 3 kurumun (İş, Yapı Kredi ve Ak Portföy) çalışan sayısı toplam portföy

yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının dörtte biri kadardır. Diğer taraftan çalışan sayısı 5 veya 5'ten daha az olan 14 kurum bulunmaktadır. Sektör geneline bakıldığında ortalama çalışan sayısı 15'tir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %36'sının lisansüstü diploması (yüksek lisans ve doktora) bulunmaktadır. Ayrıca çalışanların %46'sı 15 yıl ve üstü tecrübeye sahiptir.

Tablo 10: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2018	2019	2018	2019
Genel Müdür	54	48	1	1
Portföy Yönetimi	205	204	5	5
Yurtiçi Satış	81	76	4	4
Yurtdışı Satış	5	2	3	2
Yatırım Danışmanı	17	15	2	2
Araştırma	41	39	1	2
Risk Yönetimi	34	33	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	68	67	3	3
Mali ve İdari İşler	127	108	3	2
İç Denetim-Teftiş	65	61	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	1	1
Bilgi İşlem	12	14	2	2
Diğer	63	66	3	2
Toplam	777	738	14	15

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 10'da verilmiştir. Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti departmanları bulundurmakta ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Sektörde risk yönetimi birimi olan 23, fon hizmet birimi olan ise 25 portföy yönetim şirketi vardır.

2019 sonu itibarıyla çalışanların %28'i (204 kişi) portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan 11 portföy yönetim şirketinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir.

Yurtdışı satış ve pazarlama birimi sadece tek bir kurumda bulunmakta olup bu kurumun yurtdışı satış ve pazarlama biriminde 2 kişi çalışmaktadır.

FİNANSAL TABLOLAR

2019'da portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları önceki yıl sonuna göre %24 artarak 1,1 milyar TL'ye yükselmiştir.

Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %91'i dönen varlıklardan meydana

gelmektedir. Özkaynaklar ise toplam varlıkların %86'ını oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların %58'i beş kuruma (Ak, Garanti, İş, Ziraat ve Yapı Kredi Portföy) aittir.

Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)			
	2018	2019	%Değişim
Dönen Varlıklar	863.0	1,034.3	19.8%
Nakit ve Nakit Benzerleri	518.6	419.4	-19.1%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	195.8	418.4	113.7%
Diğer Dönen Varlıklar	148.6	196.4	32.1%
Duran Varlıklar	54.8	104.7	90.9%
Maddi Duran Varlıklar	12.3	26.0	111.8%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	22.6	14.6	-35.4%
Diğer Duran Varlıklar	20.0	64.1	220.8%
TOPLAM VARLIKLAR	917.9	1,139.0	24.1%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	86.7	74.1	-14.5%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22.5	47.3	110.5%
Özkaynaklar	808.7	981.8	21.4%
Ödenmiş Sermaye	422.2	383.4	-9.2%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10.0	7.4	-25.8%
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	7.7	45.1%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-2.6	0.1	-103.7%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	79.7	83.5	4.6%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	61.7	181.9	195.0%
Net Dönem Kârı/Zararı	232.4	317.9	36.8%
TOPLAM KAYNAKLAR	917.9	1,139.0	24.1%

Kaynak: TSPB

2019'da sektör genelindeki nakit ve nakit benzerleri bir önceki yıla göre %19 azalarak 419 milyon TL'ye gerilemiştir. Mevduat faizlerindeki düşüşe paralel olarak kurumlar varlıklarını 2019'da kısa vadeli finansal

yatırımlara kaydırmıştır. Bu tercih sonucunda kısa vadeli finansal yatırımlar bir önceki yıla göre %114 artarak 418 milyon TL olmuştur.

Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kalemden takip edilmektedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2018 ile kıyaslandığında portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonu gelirleri %9 artışla 100 milyon TL'yi aşmıştır. Bu sınırlı yükselişe karşın, toplam portföy büyüklüğündeki artışa paralel olarak yatırım fonlarından elde edilen gelir %36 artarak 500 milyon TL'ye yaklaşmıştır. Sonuç olarak, 2019'da portföy yönetim şirketlerinin

faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler önceki yılın aynı dönemine göre %29 oranda artış göstererek 645 milyon TL olmuştur. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden önceki yıllarda olduğu gibi kayda değer gelir elde edilmemiştir.

Yatırım Fonları

2019 yılında yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler %36 artışla 488 milyon TL'ye ulaşarak toplam gelirlerin %76'sını oluşturmuştur.

2019'da yatırım fonu portföyünün %77'sini oluşturan menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen gelir %39 oranında artarken girişim sermayesi yatırım

fonlarından elde edilen gelir %158 artarak 16 milyon TL olmuştur. Gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen gelirlerdeki düşüş bir portföy yönetim şirketinin 2018’de gelir olarak kaydettiği büyüklüğün 2019’da performans nedeniyle tahsil edilememesinden kaynaklanmaktadır.

Birliğimizin son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirleri Tablo 13’te incelenmektedir. Yatırım fonlarında portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği ortalama komisyon oranı %0,55 olarak hesaplanmıştır. 2018 yılında bu oran %0,59 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 12: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

	2018	2019	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	493.6	640.7	29.8%
Kolektif Portföy Yönetimi	461.3	601.1	30.3%
Emeklilik Yatırım Fonları	99.5	108.2	8.7%
Yatırım Fonları	358.1	488.0	36.3%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	263.9	367.3	39.2%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	57.4	52.6	-8.3%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	6.1	15.7	158.1%
Borsa Yatırım Fonları	0.8	1.1	34.3%
Serbest Yatırım Fonları	29.9	51.3	71.6%
Yatırım Ortaklıkları	3.7	4.9	32.1%
Bireysel Portföy Yönetimi	32.3	39.6	22.5%
Gerçek Kişi	16.3	16.3	-0.3%
Tüzel Kişi	16.0	23.4	45.6%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	5.1	3.9	-23.7%
Fon Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	-
TOPLAM	498.7	644.6	29.2%

Kaynak: TSPB

Emeklilik Yatırım Fonları

Menkul kıymet yatırım fonlarıyla emeklilik yatırım fonlarının büyüklüğü benzer olsa da emeklilik fonlarından elde edilen gelirler daha düşüktür.

2019’da emeklilik yatırım fonu büyüklüğü bir önceki yılına göre %37 artsa da bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler sadece 9 milyon TL (%9) artışla 108 milyon TL’ye çıkmıştır. Emeklilik fonlarından portföy yönetim şirketleri sektör ortalamasında yıllık %0,10 oranında komisyon elde etmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

Sektör genelinde 2019’da bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir %23 artarak 40 milyon TL olmuştur.

2019 sonu itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranı %0,16’dır.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Yatırım ortaklığından 2019’da elde edilen gelir 5 milyon TL’dir.

Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0,88 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 13: Portföy Yön. Komisyon Oranı*	
	Toplam
Yatırım Fonu	0.55%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.10%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.16%
Yatırım Ortaklığı	0.88%
Toplam	0.29%

Kaynak: TSPB

*Son 12 aylık toplam fon yönetim gelirinin, 12 aylık ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilmiştir.

Giderler

2019'da genel yönetim giderleri geçtiğimiz yıla göre %14 artışla 379 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %57'sini personel giderleri oluşturmaktadır.

2018'de 761 olan ortalama çalışan sayısı bu yıl 747'ye inmiştir. Personel giderlerini ortalama personel sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür.

2019'da bu tutar geçen yılın aynı dönemine göre %16 artarak 24.040 TL olmuştur. Buna karşın, artan kârlılığa paralel olarak çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise bu dönem geçen yılın aynı dönemine göre %39 artarak 35.491 TL olmuştur.

Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

	2018	2019	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	606.3	722.8	19.2%
Satışların Maliyeti (-)	-89.4	-56.6	-36.7%
BRÜT KÂR/ZARAR	516.9	666.2	28.9%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-9.1	-15.0	64.5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-331.7	-378.6	14.1%
<i>Personel Giderleri</i>	-188.5	-215.6	14.4%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-0.1	0.0	-94.6%
Diğer Faaliyet Gelirleri	19.8	30.7	55.2%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-7.9	-13.7	74.1%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	188.0	289.6	54.0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	42.0	63.5	51.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-13.4	-16.8	24.8%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	216.6	336.4	55.3%
Finansman Gelirleri	88.7	70.6	-20.3%
Finansman Giderleri (-)	-3.4	-3.6	7.6%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	301.9	403.4	33.6%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-61.3	-84.7	38.1%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-8.2	-0.8	-90.4%
DÖNEM KÂRI/ZARARI	232.4	317.9	36.8%

Kaynak: TSPB

Kârlılık

Özellikle yatırım fonu portföy büyüklüğündeki artışla portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri gelir 2019'da önemli ölçüde artmıştır. Bu dönemde brüt kâr bir önceki yıla göre %29 artarak 666 milyon TL'ye yükselmiştir.

Bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında faaliyet giderlerinde brüt kâra göre oransal olarak belirgin bir değişiklik görülmektedir. Artan portföy büyüklüğü ile beraber satış gelirlerinde önemli bir artış

görüldürken giderler aynı hızda büyümemiştir. Yükselen gelirlerin ağırlığıyla sektörün net faaliyet gelirleri de son bir yıl içinde %54 artarak 290 milyon TL'ye yükselmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelirlerin de bir önceki yılın aynı dönemine göre %64 artarak 47 milyon TL'ye yükselmesiyle net kâr 318 milyon TL'ye ulaşmıştır. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı da gelirlerdeki artışa paralel olarak artmıştır.

Tablo 15: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem K/Z

	2018	2019
Kurum Sayısı	54	52
Kâr Eden Kurum Sayısı	35	34
Zarar Eden Kurum Sayısı	19	15
Net Dönem Kârı (milyon TL)	232.4	317.9
Kâr Toplamı (Milyon TL)	254.3	330.4
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-21.9	-12.5
Net Kâr/Gelirler	45%	48%
Özsermaye Kârlılık Oranı	33%	38%

Kaynak: TSPB

2019'da 34 kurum 330 milyon TL kâr ederken 15 kurum 13 milyon TL zarar etmiştir. Sırasıyla en çok kâr eden Ak, Yapı Kredi,

Ziraat, Garanti ve İş Portföy toplam 230 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının %72'sini oluşturmuştur.

TAHSİLİ GECİKMİŞ ALACAKLARIN ÇÖZÜM YÖNTEMLERİ

Ceylan Anıl

Bankalar, esas olarak tasarruf sahiplerinden topladıkları kaynaklarla şirketleri ve hanehalklarını finanse etmekte, mevduatlara uyguladıkları faiz ile kredilerden elde ettikleri faiz farkından da kazanç elde etmektedir.

Bankaların açtıkları kredileri vadesi geldiğinde tahsil edememesi, hem mudilerin tasarruflarını geri alamaması riskini doğurarak hem de bankaların ilave kredi gücünü azaltarak bankacılık sisteminin sağlıklı işleyişi açısından önemli risk teşkil etmektedir.

Bunun da ötesinde, söz konusu meblağın ve borçlu şirketin büyüklüğü arttıkça, tahsili gecikmiş alacaklar tüm ekonomi için sistemik risk teşkil edebilmektedir. Bunun sebebi, büyük şirketlerin genelde tek bir finansal kuruma değil sektör geneline borçları bulunması, bu nedenle ödeme sorununun finans sektörü geneline yayılmasıdır. Ayrıca finansal kurumların bu vesileyle borçlarını ödeyemez hale gelmesi, başka sektörlerin finansmanını da olumsuz etkileyerek zincirleme etki yaratmakta ve tüm ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyebilmektedir.

Hem mudileri hem finansal istikrarı korumak için bankalarda tahsili gecikmiş alacak yöne-

timi büyük önem taşımaktadır. Özellikle ekonominin iyi gittiği dönemlerde riskin düşük seyri üzerine bankaların kredi verme iştahının artması, daralma dönemine girildiğinde bu sorunun su yüzüne çıkmasına yol açmaktadır. Ekonominin zor zamanlarında hem şirketler hem hanehalkları ödemelerinde geri kalmaya yatkın olup, tahsili gecikmiş alacakların daha da artmasına neden olmakta ve durgunluk fazındaki ekonomiyi daha da zorlamaktadır.

Asya'da 1990'lı yıllarda, ülkemizde, ABD ve Avrupa'da ise 2000'li yılların başında yaşanan bankacılık krizleri, tahsili gecikmiş kredilerin yönetiminin hem finans sektörü hem genel ekonomik faaliyetler üzerindeki önemini göstermiştir.

Günümüzde de yakın zamanda yaşanan kur dalgası, şirketlerin döviz cinsi borçlanmasının yüksekliği nedeniyle benzer sorunlar yaşanabileceği endişesini getirmiş, sorunlu kredilerin çözümü konusu önem kazanmıştır.

Bu nedenle, makalemizde günümüze kadar tahsili gecikmiş alacaklara ilişkin çözüm yöntemlerine ve uluslararası uygulama örneklerine yer verilecektir. Ardından Türkiye'de tahsili gecikmiş alacaklara ilişkin uygulanan çözümler incelenecektir.

TANIM

Tahsili gecikmiş alacak tanımı ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber, genel olarak 90 gün ya da 180 gün süre ile bir borçlunun anapara veya faiz ödemelerini gerçekleştirilememesini ifade etmektedir.

Tahsili gecikmiş alacaklara 'donmuş alacaklar'ın yanı sıra halk arasında 'batık' veya 'sorunlu kredi' de denmektedir.

Ülkeler arası yeknesak bir tanım bulunmaması uluslararası otoritelerin tanımı evrenselileştirmek üzere çalışmalar yapması ihtiyacını doğurmuştur.

Uluslararası Ölçütler

Tahsili gecikmiş alacaklara dair dünya genelinde yeknesak bir tanım olması, özellikle kriz zamanlarında otoritelerce bu probleme yönelik güvenilir bir ölçüt belirlemek açısından önemlidir. Ne var ki bu tanım ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir.

Ülkeler arasında konuya ilişkin bir değerlendirme ölçütü bulunmasa da Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından 2004'te yayımlanan Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Birbirleriyle Uyumlaştırılması: Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı 2'ye göre, temerrüt durumu aşağıdaki koşullarda oluşmaktadır:

- Banka, bankanın teminatı (varsa) nakde çevirmek gibi bir işleme başvurmaması halinde, borçlunun banka grubuna olan kredi borçlarını ödeme olasılığının bulunmadığına kanaat getirmiştir.
- Borçlunun banka grubuna olan önemli bir kredi borcunun vadesi 90 günden fazla geçmiş ve borç ödenmemiştir. Cari hesap kredilerinde, müşteri, tahsis edilen bir limiti ihlâl ettiğinde ya da cari limitlerden daha küçük bir limit bildirildiğinde gecikmiş/vadesi geçmiş sayılır.

Bireysel veya kamu kesimi müşterileri için yerel düzenleyicilerin 90 günlük süreyi, farklı ürünler için azami 180 güne kadar başka bir süreyle değiştirme esnekliği de bulunmaktadır.

Türk Mevzuatı

Türkiye mevzuatında tahsili gecikmiş alacak tanımı doğrudan yapılmamış olsa da BDDK'nın 22 Haziran 2016 tarihli Kredilerin Sınıflandırılması ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmeliğinde ("Karşılıklar Yönetmeliği") yer alan tahsil imkânı sınırlı krediler, tahsili şüpheli krediler ve zarar niteliğinde krediler (3, 4 ve 5. grup olarak belirtilen krediler) "donuk alacak" olarak tanımlanmış olup, bu terim genel olarak tahsili gecikmiş alacak olarak değerlendirilmektedir.

Bu durumda donuk alacak genel olarak şunları kapsamaktadır:

- Ödemesi yapılması beklenen anaparanın ve/veya faizin, vadesinden veya ödenmesi gereken tarihten itibaren 90 günden fazla ödemesinin gecikmesi,
- Ödemelerin 90 günden daha az gecikmesine rağmen, borçlunun gelecekteki ödemeleri yapacağına olan güvenin; gerek borçlunun kredi değerliliği bozulması nedeniyle gerek borçludan bağımsız makroekonomik şartlar veya sektörün bütünü ile ilgili olumsuz gelişmeler nedeniyle sarsılması,
- Özkaynak ve teminatların yetersiz bulunması nedeniyle; borçlunun ödemelerini yapmaması ve bunun zarara yol açmasının beklenmesi.

Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus, bir kredinin sorunlu kredi olarak nitelendirilmesi için ödemelerinin aksatılmış olmasına gerek olmayışıdır. Şirkete veya sektöre yönelik beklentiler de kredilerin banka açısından sınıflamasını etkilemektedir. Borçlunun aynı bankada bir alacağı donuk alacak statüsüne düşerse, diğer tüm kredileri de donuk statüsüne düşebilmektedir.

ÇÖZÜM YÖNTEMLERİ

Bankalar tahsil edemeyecekleri belli alacaklarını bilançolarında zarar olarak göstermek durumundadır. Bundan kaçınmak için başvuru- lan temel çözüm yöntemleri borcun yapılandırılması veya borçlu şirkete ortak olma gibi yeniden yapılandırma planları ile sorunlu kredilerin satılarak elden çıkarılmasıdır.

Tahsili geçmiş alacaklıların yönetiminde, özellikle söz konusu meblağın ve şirket bü- yüklüğü arttıkça sistemik risk oluştuğundan, birden fazla yöntem eş zamanlı uygulanmak- tadır.

BIS, 2018 yılında yayınladığı 'Tahsili Gecikmiş Alacaklara Yönelik Çözüm Politikaları' çalış- masında bu yöntemleri borçlu ve alacaklı tar- raf (finansal kurumlar) odaklı yöntemler ola- rak iki kategoride incelemiştir. Kredilerin ye- niden yapılandırılması, borçlu odaklı bir çö- züm yöntemiysen, bankalara odaklı çözüm

yöntemleri zarar kaydetmek ve kredilerin çe- şitli yollarla satışlarıdır.

Tahsili gecikmiş alacak sorununun finansal sektöre yayıldığı durumlarda, başvuru- lan çö- zümler banka veya borçlu şirket özelinde kal- mak yerine kolektif uygulamalar içermekte- dir. Örneğin bir şirketin pek çok bankaya borcu olması durumunda bankalar birleşerek çözüm yöntemi aramakta veya devlet finans sektöründe kredi riskinin artmasına yönelik özel çözümler geliştirebilmektedir.

Tüm bu yöntemlerin yetersiz kaldığı büyük kredi krizlerinde devlet, kurtarma program- ları uygulayarak finansal istikrarı tesis edebil- mektedir. Kriz zamanlarında devletler banka- ların sorunlu kredilerini doğrudan satın alarak veya bankalara sermaye koyarak bankacılık sistemine destek vermek durumunda kalabil- mektedir.

Zarar Kaydetme

Bankaların tahsil edemeyecekleri belli olan alacaklarını zarar yazması, alacaklı meblağın amortize edilerek bilançodan silinmesi de- mektir. Bankaların alacaklarını gözden çıkar- ması ve krediler için tam karşılık ayırması an- lamına gelen bu yöntem, tahsili gecikmiş ala- caklar sorununun bankalar tarafından üstle- nilmesi nedeniyle en temel çözüm yöntemi- dir.

Bankalar, normalde kredilerin tahsil edilme- mesi ihtimaline karşılık zararın karşılanması amacıyla verdikleri tüm kredi tutarının belli bir oranında genel karşılık adı altında karşılık ayırmakta ve finansal tablolarında ayrılan karşılıkları gider yazmaktadır. Zarar kaydet- me ise kredinin tamamı için karşılık ayırmak anlamına gelmektedir.

Tahsil edilemeyecek alacakların zarar olarak yazılması, bankanın kârını düşüreceğinden

bankalar genellikle bu işlemi yasal olarak er- teleyebildikleri düzeyde ertelemeye meyilli- dir. Ayrıca bankalar, makroekonomik koşulla- rın iyileşmesi durumunda bu kredilerin değ- erinin tekrar artacağına olan inançları nede- niyle kredilere yönelik herhangi bir işlem yap- madan beklemeyi veya yeniden yapılandırma yöntemiyle bu borçların zarar olarak yazılma- sını ertelemeyi daha çok tercih etmektedir.

Zarar kaydetme işleminin bankalar tarafın- dan ertelenmesi ve zarar kaydedilmesi gere- ken kredilerin banka bilançolarında birikmesi, zaman içinde sorunlu kredi krizlerinin tüm fi- nansal sisteme yayılmasına neden olmakta- dır. Bu nedenle düzenleyici otoritelerin kredi- lere yönelik yeterli düzeyde zorunlu karşılık oranları belirlemesi ve bu oranların düzenli takibi büyük önem taşımaktadır. Zira kredi- lere yönelik ayrılacak karşılığın az olduğu du- rumlarda, bankalar ilave karşılık ayırmayabil-

mekte, kredilerin tahsil edilemediği durumlarda ise bankaların gelir gider dengesi ciddi şekilde bozulabilmektedir.

Küresel kriz öncesi ABD ve Avrupa genelinde sermaye yeterliliğine ilişkin korumanın zayıf kalması hem krizin tetiklenmesine zemin hazırlamış hem banka sermayelerinde kriz zamanı hızlı düşüslere neden olmuştur. Bu gelişmelerin ardından, bankaların karşılık ayırma prosedürleri düzenleyiciler tarafından daha sıkı denetlenmiş, zorunlu karşılık oranları artırılmış ya da getirilmiştir.

Son olarak, karşılık oranlarının düşük olması geleceğe yönelik kredi zararı riskini artırmakta ve kredi krizlerini tetiklemektedir. Bu sebeple küresel kriz sonrası ülkelerde zorunlu karşılık oranlarına ilişkin düzenlemeler sıkılaştırıldığı ve bankaların düzenli şekilde batık kredilere yönelik zarar yazma işlemleri uygulamalarının sağlandığı gözlemlenmektedir.

Zarar kaydetme yöntemi, kriz zamanlarında bankalar tarafından belli oranlarda uygulanması kaçınılmaz bir yöntem olsa da bu yöntem tüm yükün bankaların üzerinde olması

nedeniyle özellikle sektörel kriz zamanlarında esas yöntem olarak kullanılamamakta, bankaların kurtarılabilmesi için daha destekleyici politikalara ve çözümlere ihtiyaç duyulmaktadır.

Yanı sıra düzenleyicilerin, tahsili gecikmiş alacaklar için minimum zarar kaydetme oranı belirleyerek bankaları bu işlemi yapmaya zorunlu kılabilirdiği görülmektedir. Böylece bankaların, sorunlu kredi baskısını ciddi boyutlara ulaşmadan önlemleri teşvik edilmektedir.

Örneğin ABD, 2007-2008 küresel krizi sonrası tahsili gecikmiş alacakların 1 ay içerisinde zarar kaydedilmesi zorunluluğu getirmiştir. Japonya'da, 90'larda yaşanan kredi krizinin ardından, 2001'de, sorunlu kredilerin bankalar tarafından elden çıkarılmasını daha da hızlandırmak üzere, bankaların kredileri tahsili gecikmiş alacak statüsüne düştükten itibaren 3 yıl içinde zarar kaydetmesi gerekliliğini getirmiştir. Brezilya'da yine 1990'larda yaşanan kriz ardından bu süre 6 ay olarak tanımlanmıştır.

Yeniden Yapılandırılma

Alacaklı taraf önceden belirlenen vadede verdiği borcu tahsil edemezse, borçlu aleyhine icra sürecini başlatabilir. Ancak, bu süreç bankalar açısından hem tahsilat sürecini uzatarak bankaların bilançolarında baskı yaratmakta, hem süreç takibi gibi operasyonel yükler oluşturmaktadır.

Bunun yerine bankalar, hem o sırada temerrüde düşen şirket ile uzun vadeli ilişkisini güvence altına almak hem de zararlarını minimize etmek amacıyla borçlular ile yaptıkları anlaşma şartlarını esnetebilmektedir.

Bu çerçevede, borcu yeniden yapılandırarak, borçluların borçlarını geri ödeme kapasitelerini artıracak şekilde borcun niteliği ve niceliğine ilişkin şartlar değiştirilmektedir.

Borçlular ile bankalar arasında yapılan yeniden yapılandırma anlaşmaları ile borçlulara sağlanan en yaygın imkanlar arasında şunlar bulunmaktadır:

- Borcun vadesinin uzatılması,
- Anapara, faiz veya temerrüt faizi gibi borçlara yönelik indirim uygulanması,
- İlave kredi imkânı.

Borcun yeniden yapılandırılması, şirketlerin değerlerini korumalarını sağlaması açısından hayli verimli bir çözümdür. Ancak, bu çözüm yöntemi, şirketlerin borç seviyesine yönelik çözüm üretmez, yapılandırma ile sadece sorunlu pozisyonun ertelenmesini sağlar ise kredi sorunlarının öngörülme yen kredi krizleri haline gelmesine sebep olabilmektedir.

Yanı sıra, özellikle kredi krizleri zamanlarında, bankaların büyük miktarda tahsili gecikmiş alacakları yeniden yapılandırma kapasitesine sahip olmaması yeniden yapılandırmanın kriz zamanlarında etkili bir çözüm yolu olmasını zorlaştırabilmektedir.

Diğer yandan, banka ile şirket arasında bir yeniden yapılandırma anlaşmasının şirketin diğer alacaklıları ile arasındaki ilişkiden bağımsız olması nedeniyle, bankalarla yeniden yapılandırmaya giden bir şirketin başka şirketler tarafından icraya verilmesi mümkündür.

Yeniden yapılandırma anlaşmalarının öncüsü Londra Yaklaşımı olarak bilinen yaklaşımdır. Bu yöntem, sadece toplu yeniden yapılandırma anlaşmalarına öncü olmakla kalmamış, pek çok ülke tarafından benimsenen ve uygulanan bir yaklaşım haline gelmiştir. Nitekim Türkiye’de İstanbul Yaklaşımı adı altında benzer yöntemler 2001 krizinde uygulanmıştır.

Alacaklı bankalar ile borçlu şirketler arasında yapılan yeniden yapılandırma anlaşmaları sadece borcun yeniden yapılandırılmasını değil, ortaklık yapısının değişmesini içerecek şekilde de gerçekleşebilmektedir.

Bu bölümde önce Londra Yaklaşımı incelenecek, daha sonra bu yöntemler ele alınacaktır.

Londra Yaklaşımı

Gönüllü yeniden yapılandırma modellerinin öncüsü, “Londra Yaklaşımı” adı ile anılan bir yeniden yapılandırma modelidir. İngiltere’de 1970’lerin sonundan bu yana alacaklı durumdaki finansal kurumların alacaklarını korumak ve temerrüde düşen şirketlerin batmasını önlemek amacıyla kullanılan ve yaygınlaşarak uluslararası tanınırlık kazanan bu yaklaşım, İngiltere Merkez Bankasının teşviki ile geliştirilmiştir.

Bu yaklaşım, finansal kurumların yeniden yapılandırma süreçlerine rehberlik etmekte; yapılandırmanın içeriğine ilişkin resmi kurallar

veya detaylar içermemektedir. Bankalar yapılandırmanın içeriğini, borçlu şirketle ile arasındaki özel bağ ve durumlara göre şekillendirmektedir. Londra Yaklaşımında karar alma mekanizması olarak genelde oy birliği benimsenmiş, tüm alacaklıların ortak kararı baz alınmıştır.

Kısaca Londra Yaklaşımında, alacaklı finansal kurumlar bir araya gelerek, borçlunun borçlarının yeniden yapılandırmasına ilişkin kararları fikir birliği ile almaktadır.

Londra Yaklaşımı yasal bir zorunluluk olmakla beraber, sunduğu esnek ve adaletli çerçeve ile bankalar arasında yaygınlaşarak yer etmiştir.

Londra Yaklaşımında esas alınan temel ilkeler şunlardır:

- Borçluların finansal zorluk yaşadığı durumlarda, finansal kurumlar borçluyu destekleyici bir tavır sergileyerek borçlu aleyhine hızlı kararlar almaktan kaçınılmalıdır,
- Şirketin uzun vadeli geleceğine ilişkin kararlar sadece güvenilir bilgi temelinde alınmalı ve bu bilgiler tüm alacaklılar arasında tamamen paylaşılmalıdır
- Şirketin borçlarına ilişkin kararlar tüm alacaklı bankalar arasında kolektif olarak alınmalıdır.
- Anlaşma alacaklı kurumlar arasında adil şekilde yapılmalıdır.

İngiltere Merkez Bankası ise anlaşmazlıkların çözümü fonksiyonunu üstlenerek, müzakere-lerin sağlıklı ve etkin şekilde yapılmasına yardımcı olmaktadır. Bu destek belli kural veya çerçevelere sahip olmamakla beraber, Banka şirketlerin uzlaşmalarını destekleyici rol üstlenmiştir. Bu kapsamda İngiltere Merkez Bankası, bankalarla beraber anlaşma masasına oturarak süreçte bankaların anlaşmasını kolaylaştırmak, şirket yönetiminin değiştiği anlaşmalarda yönetime katılması için yeterli yetkinlikte kişiler önermek gibi yardımlarda

bulunarak bankalar ile borçlular arasında anlaşmaya varılmasını desteklemiştir.

Londra Yaklaşımı, pek çok ülkede uygulanmakla beraber, ülkeler bu yaklaşımı kendi durumlarına göre şekillendirebilmektedir. Örneğin, 1990'lı yılların sonunda yaşanan Asya krizi zamanında bu yaklaşım benimsense de birebir uygulanmayarak, orijinal Londra Yaklaşımına göre bazı değişiklikler yapılmıştır. İlk olarak, Londra Yaklaşımı uygulamalarında genel olarak oybirliği sağlanması benimsenirken, Asya genelinde kriz zamanı uygulanan yaklaşımda alacaklılar arasında çoğunluk sağlanması anlaşmanın onaylaması için yeterli sayılmıştır. Ayrıca, denetleyici otoriteler sadece tarafların anlaşma yapmalarını desteklemekle kalmayarak, borç yeniden yapılandırılmalarında süreç takibinde de rol almıştır.

Türkiye'de de 2001 krizi sonrası bu yaklaşım 'İstanbul Yaklaşımı' adı altında uygulanmıştır. Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi, Türkiye'de tahsili gecikmiş alacaklara ilişkin çözüm yöntemleri incelenirken ele alınacaktır.

Ortaklık Yapısında Değişim

Bir diğer yeniden yapılandırma biçimi, borçlar karşılığı şirkette belli oranda hisse alınması şeklinde gerçekleşmektedir. Borç/sermaye takası olarak da adlandırılan bu yöntem ile

bankalar borçlarını ödeyemeyen şirketlere ortak olur. Bu yöntem, bankalar tarafından yakın vadede finansal yapısında iyileşme olacağına güvenilen şirketler için uygulanmaktadır.

Bu yönetime yakın geçmişten bir örnek 2007-2008 küresel finans krizinin ardından ABD'de Sorunlu Varlıklar Yardım Programı (Troubled Asset Relief Program - TARP) altında devletin otomotiv sanayine verdiği destek verilebilir.

2009 yılında otomotiv sektörünü iflastan kurtarmak üzere tasarlanan program kapsamında, Hazine General Motors (GM) şirketine toplam 51 milyar dolara yakın özsermaye koyarak %61 oranında hissedar olmuştur. Böylece hâkim ortak olan Hazine şirket yönetim kuruluna yeni üyeler atamıştır. Bu kapsamda alınan tasarruf önlemleri çerçevesinde şirketin sahibi olduğu markalardan bazıları satılmış, işgücünün bir kısmı azaltılmış, şube ağında küçülmeye gidilmiş, Hazine'nin doğrudan özkaynak finansmanı sağlamasıyla şirket borçluluğu azaltılmış, şirket üst yönetiminde maaşlara tavan uygulaması getirilmiştir.

2010 yılında yeniden yapılanan GM ilk defa halka arz yolu ile halka açılmıştır. Halka arz ertesinde şirket sermayesindeki payı %33'e düşüren Hazine, kalan paylarını ise 2014 yıllarında şirkete geri satarak, şirket yönetiminin tamamıyla ayrılmıştır.

Kredilerin Satışı

Tahsili gecikmiş alacakların satışı, bankaların bilançolarında bulunan kredilerin üçüncü taraflara satılması anlamına gelmektedir.

Bankalar açısından kredi portföylerinin takibi bir operasyonel maliyet yaratmaktadır. Özellikle tahsilatı zor alacakların yönetimi, ilave bilgi, deneyim ve zaman gibi maliyetlere neden olmaktadır. Bankalar bu nedenle, tahsilatı gecikmiş kredileri üçüncü taraflara satarak hem bu maliyetten kurtulmuş olur hem potansiyel zarar yazmak durumunda kalacağı

kredilerin bir kısmını satış aracılığıyla gelir elde ederek daha iyi bir pozisyona geçmiş olur.

Tahsilatı zor alacaklar, bankalar tarafından belirli bir iskontoyla satılır. Böylece satın alan taraf bu kredileri tahsil ettiği takdirde aradaki farktan gelir elde etmektedir.

Kredilerin satışı sırasında, bankalar sattıkları kredilere ilişkin gerekli bazı bilgileri karşı tarafta bildirmektedir. Bu bilgiler borçlu ve kredi

ile ilgili, borçların ödenmesine ilişkin riski belirleyen; kredinin durumu, borçlunun kredi geçmişi ve varlık büyüklüğü, borcun ödenme kapasitesi ve teminatlara ilişkin bilgileri kapsamaktadır.

Bankaların elden çıkardığı kredilerde alıcı tarafta başka bir banka ya da varlık yönetim şirketi gibi finansal kurumlar veya menkul kıymetleştirme ile çeşitli yatırım fonları yer almaktadır. Sorunlu kredilerin yer aldığı bu fonlar sadece nitelikli yatırımcılara sunulmaktadır.

Doğrudan satış ile ilgili temel mesele, bu kredilerin fiyatlamasına ilişkin belirsizliklerdir. Doğru şekilde fiyatlama yapılabilmesi için her kredinin ayrı ele alınması gerekmekte, bu da kredilerin boyutu büyüdükçe zorlaşmaktadır.

Bunun da ötesinde, bankalar kredi portföylelerini elden çıkarırken, bilançodaki zararlarını azaltmak üzere bunları olabildiğince bilançolarındaki değere yakın bir fiyata satmak istemektedir. Buna karşın, özellikle kredi krizleri

sırasında potansiyel alıcılar kredi portföyleri fiyatında ciddi iskonto beklemektedir. Fiyatlamadaki bu gibi sorunlar doğrudan satış işlemlerinin hızlı ve etkin şekilde işlemesine engel olmakta, bu nedenle doğrudan satış yöntemi tek başına kredi krizlerini çözmekte yetersiz kalmaktadır.

Yine de doğrudan satış, başka çözüm yollarıyla beraber pek çok ülkede kullanılmıştır. Örneğin; küresel finans krizinin ardından ABD’de Sorunlu Varlıklar Yardım Programı (Troubled Asset Relief Program - TARP) kapsamında, Hazine, finansal kurumların likit olmayan ve değerlemesi kolay yapılamayan, bu nedenle diğer finansal kurumlara satılırken ilave değerlendirme maliyetlerinin çıktığı kredileri satın almıştır. Böylece devlet finansal kurumlardan sorunlu varlıkları satın alarak finansal sektörü güçlendirmeyi amaçlamıştır. 2008 yılında uygulanmaya başlayan program 2014 yılına kadar sürdürülmüştür.

Varlık Yönetimi Şirketleri

Varlık yönetim şirketleri, finansal kurumların bilançolarında bulunan kredilerin devralınarak özel olarak tahsilat alanında uzmanlaşan kişilerce yönetilen şirketlerdir. Varlık yönetimi şirketleri finansal kurumlardan satın aldıkları kredilerin tahsili, yeniden yapılandırılması ve satılması amaçlarıyla faaliyet gösterir.

Bu şirketler bankalardan sorunlu kredileri orijinal değerlerinin çok altında fiyatlardan satın alırlar. Daha sonra bu kredileri tahsil etmeye çalışarak ya da başka yatırımcılara daha pahalıya satarak kâr elde ederler. Bu kurumlar kredilerin tahsilatı için borçlularla uzlaşma yoluna gitse de sonuç alınamadığında mahkeme sürecine de girebilmektedir.

Tahsil süresi uzadıkça kredilerin bankalar üzerindeki operasyonel yükü artmakta, bu

yük arttıkça, tahsili zor olan bu kredilerin ucuz fiyatlarla elden çıkarılması bankalar için daha kazançlı hale gelebilmektedir. Ana faaliyeti kredi tahsilat yönetimi olan varlık yönetimi şirketleri ise, borçluların maddi durumunu daha etkin inceleyerek, onlara daha makul planlar sunabilmektedir. Böylece hem bankalar üzerindeki sorunlu kredi yükü azalmakta, hem borçlular daha makul planlamalar ile borçlarını ödeyebilmektedir.

Varlık yönetim şirketleri yönetecekleri kredilere ilişkin farklı politikalar benimseyebilmektedir. Örneğin varlık yönetim şirketleri sadece gayrimenkul kredilerini satın almak gibi alanlarda uzmanlaşabilir.

Özel varlık yönetim şirketleri, kriz zamanları tahsil edemeyeceklerini düşündükleri veya fi-

yatta anlaşılmadıkları kredileri satın almaya bilirler. Bu durum varlık yönetimi şirketlerinin, onlara en ihtiyaç duyulan zamanlarda işlevlerini yerine getirememelerine neden olmaktadır.

Bu sebeple daha çok kriz zamanlarında kamu kesimi tarafından kâr elde etmek yerine kamusal zararı minimize etmeyi hedefleyen kamu varlık yönetim şirketlerinin kurulduğu görülmektedir. Kriz zamanı bankaların batmasını önlemek amacıyla kurulan bu şirketlere popüler dilde 'kötü banka' da denmektedir. Mevduatları sigorta eden mevcut kurumların varlık yönetimi şirketi işlevini yerine getirmek üzere yeniden yapılandırıldığı da gözlenebilmektedir.

Tablo 1'de kamu tarafından kurulan ve kısmen ya da tamamen kamuya ait olan varlık yönetim şirketleri örneklendirilmiştir. Bu kurumlardan ABD ve İsveç'teki belli bir süre aktif görev aldıktan sonra faaliyetlerini sonlandırmıştır. Kore ve Türkiye örnekleri gibi günümüzde çalışmalarına devam edenler de bulunmaktadır.

Örneğin ABD'de, 1980'lerde başlayan bankacılık krizi ortamında, 1989 yılında kamu tarafından Resolution Trust Corporation (RTC) kurulmuştur. Şirket tasarruf sigortası kapsamına giren finansal kurumların yeniden yapılandırılması veya likidasyonu amacıyla çalışmıştır. Kurum 1995 yılında kapatılarak program sonlandırılmıştır.

RTC, şirketlerin kredilerini varlık tipi ve vadesi gibi pek çok özelliğine göre ayırtmıştır. Bu varlıkların satışı için ihale ve toptan satış dışında menkul kıymetleştirme de yapılmıştır. Bu süre zarfında RTC 747 adet şirketin sorunlu kredilerinin yönetimini sağlamıştır.

Bir diğer örnek olarak ise, İspanya'da özel sektör-kamu ortaklığında kurulan SAREB gösterilebilir. Güncel küresel kriz sonrası Avrupa Birliği, İspanya'ya sağladığı finansal yardım paketi için bankaların sorunlu kredilerinin

tasfiyesine yardımcı olacak bir varlık yönetim şirketi kurulmasını şart koşmuştur.

Bu amaçla danışmanlık firması Oliver Wyman, portföy yönetim şirketi BlackRock, ve Avrupa Çözüm Sermayesi (ERC) tarafından danışmanlık alınarak oluşturulan SAREB varlık yönetim şirketi, sorunlu kredi yükünün tamamen kamuya mal olmaması amacıyla özel sektör-kamu iş birliği projesi olarak tasarlanmıştır.

Böylece SAREB, 2012'de %55'i yerli ve yabancı özel banka ve sigorta şirketlerine, %45'i kamuya ait bir kurum olarak kurulmuştur.

SAREB şirketinin kamu ortağı, devlet tarafından sorunlu kredilerin çözümüne yönelik olarak 2009 yılında kurulan ve kredilerin tasfiyesi, bankaların birleşme ve yeniden yapılandırılmaları gibi görevler üstlenen FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) olmuştur.

Özel sektörün çoğunlukta olduğu yönetim kurulunda üyelerin 6'sı özel sektör, 4'ü kamu, 5'i ise bağımsız üyeden oluşmuştur.

SAREB tarafından şu koşulları sağlayan tüm kredilerin alınmasına karar verilmiştir:

- Kriz zamanı kamu tarafından devir alınmış bankalar (5 adet)
- Sermaye açığı olan ve kamu desteği olmadan sermaye yeterliliği şartını sağlamayacak durumdaki bankalar (4 adet)

Koşulları sağlayan bankalardaki tüm sorunlu kredilerin tasfiyesini SAREB yönetmiş, böylece İspanya'daki sorunlu kredilere yönelik uzmanlık sağlanarak ölçek ekonomisi yaratılmıştır.

Zaman kısıtlaması nedeniyle, sorunlu kredilerin hızlı tasfiyesi için, uzun bir süreç olan alınacak banka kredilerinin fiyatlaması standartize edilmiştir. Bu kapsamda kredi fiyatla-

ması İspanya Merkez Bankası tarafından belirlenen ve özel bağımsız uzmanlar tarafından hazırlanan ortalama iskonto oranları kullanılarak yapılmıştır. Bu çalışma sonrasında gayrimenkul kredileri için 3 farklı iskonto oranı kullanılmış; yeni binalara ilişkin kredilere %54, henüz inşa halindeki projelere %63, arsalar ise %80 iskonto uygulanırken, diğer kredilere uygulanan iskonto oranları %32 ile %68 arasında değişmiştir. Sonuçta bankalardan alınan gayrimenkul kredileri ortalama %63 iskontolu fiyattan alınırken, gayrimenkul dışı krediler ise ortalama %45 indirimli alınmıştır. Ortalama iskonto oranları kullanılması fiyatlandırma sürecini hayli kısaltsa da bazı kredilerin değerinin çok üzerinde fiyatlanması ve gerçek değerini yansıtmaması sorununa yol açmıştır.

SAREB'in yaşam süresi azami 15 yıl olarak belirlense de şirket, işlemlerinin hızla ve başarıyla tamamlanmasıyla 2014 yılında tasfiye edilmiştir.

Uygulandığı 2012- 2014 arasında SAREB sayesinde toplam 9 adet bankanın ipotek kredilerinin %40'ından fazlası tasfiye edilmiştir. SAREB, ipotek kredileri ile diğer sorunlu krediler toplandığında, bu bankaların toplam 57 milyar avroya yakın varlıklarını tasfiye etmiştir. Her ne kadar SAREB kredi alımında iskonto uygulasa da bu kredileri satarken özellikle gayrimenkul sektöründeki fiyatların düşmeye devam etmesi nedeniyle sorunlu kredilerin sadece 3'te 1'ini satabilmiştir.

Tablo 1: Kamu Varlık Yönetim Şirketleri

Şirket Adı	Ülke
Resolution Trust Corporation (RTC)	ABD
Securum	İsveç
Korea Asset Management Corporation (KAMCO)	Kore Cumhuriyeti
Indonesian Bank Restructuring Agency	Endonezya
Danaharta	Malezya
Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu	Türkiye
National Asset Management Agency (NAMA)	İrlanda
Asset Management Corporation of Nigeria (AMCON)	Nijerya
Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)	İspanya

Kaynak: Dünya Bankası

Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme, çeşitli finansal varlıkları bir araya getirerek finansal ürün haline getirme prosedürüdür. En çok menkul kıymetleştirilen araçlar arasında krediler, ticari borçlar ve tüketici borçları bulunmaktadır.

Tahsili gecikmiş alacakları satın alan varlık yönetim şirketleri veya özel amaçlı kurumlar bu kredileri menkul kıymetleştirerek kurumsal yatırımcılara satabilmektedir. Devlet de kriz zamanlarında varlık yönetim şirketi ya da

özel amaçlı kurum kurarak, devraldığı kredileri menkul kıymetleştirebilmektedir.

Menkul kıymetleştirme işleminin nasıl gerçekleştiği Grafik 1'de açıklanmıştır. Bankalar, tüketicilere verdikleri kredilere yönelik olarak gelecek nakit akışlarını özel amaçlı kurumlara nakit karşılığında iskontolu olarak devretmektedir.

Menkul kıymet ihracı özel amaçlı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu kurumlar bankalardan satın alınan kredileri vade, faiz oranı ve risk gibi etmenlere göre değerlendirerek benzer kredilerden havuz yaratır. Benzer özellik taşıyan krediler birleştirilerek nakit akışları menkul kıymete dönüştürülür.

Menkul kıymetleştirilen krediler, bu sayede özel amaçlı kurumlar tarafından yatırımcılara sunulmaktadır. Genelde bu ürünlere çeşitli yatırım fonları yatırım yapmaktadır.

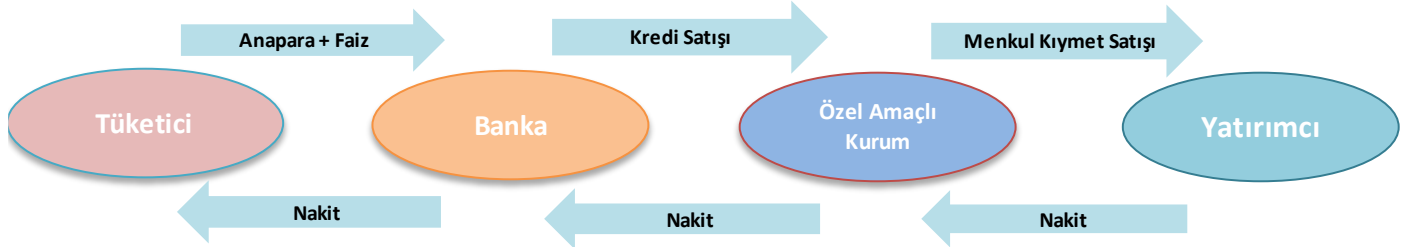
Ne var ki menkul kıymetleştirme yönteminin kriz zamanları etkili olabilmesi için, bu piyasanın derin ve likit olması gerekmektedir. Yerel ve gelişmemiş sermaye piyasalarında sorunlu kredilerin menkul kıymetleştirilerek elden çıkarılması, piyasanın yetersizliği ve ürünün alıcısının bulunmaması nedeniyle mümkün olmamaktadır. Örneğin Türkiye’de sorunlu kredilere yönelik aktif ve likit bir pazar

bulunmamaktadır. Bu yüzden, menkul kıymetleştirme ile kredi krizi yönetimi gelişmiş piyasalarda görülen bir çözüm yoludur.

Gelişkin bir finansal sisteme sahip olan ABD’de, 1980 sonlarında yaşanan kredi krizini yönetmek amaçlı kullanılan yöntemlerden biri de menkul kıymetleştirme olmuştur. Devlet tarafından kurulan ve daha önce de bahsedilen RTC varlık yönetimi şirketi, bu amaçla 1990 yılından itibaren çeşitli uygulamalar altında ipotek ve ticari kredileri satın alarak menkul kıymetleştirmiştir.

1991’den 1997’ye kadar uygulanan menkul kıymetleştirme kapsamında, 44 milyar dolara yakın değerinde ipotek kredisinin menkul kıymetleştirilmesi yapılmıştır. 500.000’e yakın konut, prefabrik ev ve ticari kredi menkul kıymetleştirilmesi yapılmıştır.

Grafik 1: Menkul Kıymetleştirme Süreci



Bununla beraber menkul kıymetleştirmenin getirdiği riskler de bulunmaktadır. Nitekim

2007-2008 küresel finansal krizi menkul kıymetleştirilmiş ipotek kredilerinin doğru fiyatlanmamasından kaynaklanmıştır.

TÜRKİYE’DE TAHSİLİ GECİKMiŞ ALACAK YÖNETİMİ

Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz, ülkede tahsili gecikmiş alacak sorununun su yüzüne çıkmasına neden olmuştur. Bu dönemde kriz yönetimi amacıyla uygulanmaya konulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Prog-

ramının ana unsurlarından biri bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması olarak benimsenmiştir.

2001 krizinde tahsili gecikmiş alacak sorununu çözmek amaçlı kullanılan aktif yöntemler, yeniden yapılandırma ile varlık yönetim şirketine satış yöntemleri olmuştur.

Türkiye’de kredi krizi ile mücadele için alınan bir diğer adım, 1983 yılında kurulmuş olan ve o dönemde bankaların mali bünyesini güçlendirmek amacı taşıyan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun, 2003 tarihinde özerk statüye kavuşturulması ve yetkilerinin genişletilmesidir. TMSF bu gelişmeyle yönetimi ve denetimi fona devredilen bankaların tasfiye, çözümleme ve geri kazanım çalışmalarının yürütmesi ile yetkilendirilmiş ve böylece kamusal bir varlık yönetim şirketi görevi üstlenmiştir. TMSF ile bu dönemde 25 bankanın fona devri yapılmıştır.

Türkiye’de uygulanan yeniden yapılandırma modeli ise, Londra Yaklaşımından esinlenilerek benzer şekilde uygulanmıştır. Türkiye’de bu yaklaşım İstanbul Yaklaşımı adıyla benimsenmiştir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, İstanbul Yaklaşımına ilişkin şartların, Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından üstlenilmesini kararlaştırmıştır. Böylece 2002 yılında TBB tarafından 2 yıl geçerli olacak şekilde Finansal Yapılandırma Çerçeve Antlaşması yürürlüğe girmiştir. Tarafların anlaşma yapma kararları durumunda, anlaşma şartlarına sadece finansal kurumlar ile borçlular karar vermiş, sürece yönelik sorunlar ve anlaşmazlıkların çözümü görevini ise TBB üstlenmiştir.

Çerçeve antlaşma sayesinde, yeniden yapılandırma anlaşması yapan şirketlerin icra takibi veya alacaklıların yasal yollara başvurusu engellenmiş, böylece yapılandırma sürecinde şirketin icraya gitmesinin önü kapatılmıştır.

İstanbul Yaklaşımı ile bu dönemde 318 şirket ile sözleşme yapılmış ve 6,3 milyar dolara yakın borç yeniden yapılandırılmıştır. Alacaklıla-

rın borçlular karşısında taleplerinin karşılanması amacını güden İcra İflas Kanunu’na, 2004 yılında “iflasın ertelenmesi” ve “uzlaşma yoluyla yeniden yapılandırma” gibi iflasın önlenmesine yönelik usuller entegre edilmiş, böylece Londra Yaklaşımından farklı olarak “yeniden yapılandırma” takip hukukunda yer almıştır.

Türkiye’de yeniden yapılandırmaya güncel bir örnek, 2018 sonunda Türk Telekom hisselerinin alacaklı bankalar tarafından devralınmasıdır.

2005 yılından beri Türk Telekom’un %55’ini elinde tutan OTAŞ, banka kredileri için teminat olarak Türk Telekom hisselerini göstermiştir. Daha sonra 4,75 milyar dolarlık bu kredilerin ödenememesi üzerine, 2018 yılında alacaklı bankalar OTAŞ’ın borcunun yeniden yapılandırılması için bir araya gelmiştir. Bu borcun yeniden yapılması için toplam 7 banka tarafından kurulan özel amaçlı şirket Levent Yeniden Yapılandırma, 2018 yıl sonunda OTAŞ’ın sahip olduğu tüm Türk Telekom hisselerini devralmıştır. Bankalardan Levent Yapılandırma şirketine Akbank %35,5, Garanti Bankası %22 ve İş Bankası %11 oranlarında iştirak etmiştir.

2018 yılında Finansal Yapılandırma Çerçeve Antlaşması tekrar 2 yıl süreyle yürürlüğe girmiştir. Bunda 2018 yılında döviz kurunda görülen oynaklığın da etkisi olduğu düşünülmektedir. Bu anlaşma, piyasa koşulları nedeniyle 2019 yılında küçük ölçekli şirketlerin de anlaşmadan yararlanabilmesi amacıyla tekrar düzenlenmiştir.

Ülkemizde ayrıca güncel olarak, bankaların ortaklığında bir varlık yönetim şirketi kurulmasına yönelik çalışmalar yapılmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Tahsili gecikmiş alacakların tahsiline yönelik bankaların sık kullandığı iki temel yöntem bulunmaktadır. Bunlar borçların veya borçlu şirketin yeniden yapılandırması ve sorunlu kredilerin bilanço dışına çıkartılmasıdır. Bu yöntemler uygulanmadığı takdirde, bankalar ya tüm alacaklarını zarar kaydetme yöntemine başvurmakta ya da alacakların temini için yasal süreç başlatmaktadır.

Yasal süreç başlatmak ve zarar kaydetmek, bankaların sorunlu kredilere yönelik kaçındıkları yöntemlerdir. Yasal süreç ile tahsilatın güç olması ve sürecin uzaması mahkeme yoluyla alacakların tahsilini elverişsiz kılmaktadır.

Zarar kaydetmek ise ekonominin olağan seyrinde bankalar tarafından düzenli uygulanan bir yöntem olsa da tahsili gecikmiş alacak sorununun arttığı kriz dönemlerinde kullanılması kredi verme kapasitesini sınırladığından, kredi sorununun çözümü için alternatif çözüm yöntemleri geliştirilmiştir. Zarar kaydetmek de dahil, sorunlu kredilere yönelik uygulanan tüm çözümleri Tablo 2’de kıyaslanarak gösterilmiştir.

Bunlar arasında en yaygın kullanılan yöntemlerden biri yeniden yapılandırmadır. Yeniden yapılandırma anlaşmalarının öncüsü ise Londra Yaklaşımı olarak bilinen yaklaşımdır. Ülkemizde de benimsenen yaklaşımda, alacaklı konumdaki finansal kurumlar yeniden yapılandırma sürecinde bir arada çalışmaktadır. Yeniden yapılandırma yöntemi, sorunlu kredinin çözümünden ziyade ertelenmesi anlamına geldiği için bazı durumlarda finansal bir krizin oluşmasına zemin oluşturabilmektedir.

Doğrudan satış yöntemi bankaların bilançolarını rahatlatmak konusunda önemli bir yöntem olsa da yöntemin başarısı, bu kredi pazarının derinlik ve likiditesi ile doğru orantılıdır. Ne var ki genelde kredilerin derin ve likit piyasası bulunmamakta, bu durum özellikle kredi krizleri zamanlarında doğrudan satış metodunun tek başına başarılı olmasını imkânsız kılmaktadır. Ayrıca bu kredilerin fiyatlamasına ilişkin belirsizlikler, doğrudan satışın hızlı ve etkin bir yöntem olmasını engelleyebilmektedir.

Tablo 2: Sorunlu Kredilere Yönelik Çözümler Karşılaştırması			
	Zarar Kaydetme	Yeniden Yapılandırma	Kredilerin Satışı
Kredilerin Mülkiyeti	Banka	Banka	3. Taraf
Borcun Nitelik ve Koşullarında Değişim	Değişmez	Anapara, faiz veya vade değişebilir	Anapara, faiz veya vade değişebilir
Banka Açısından Maliyetler	Sermaye yeterliliği yükümlülüğü	Kredi analizi Kredi takibi	Kredi fiyatlaması
Uygulama Hızı	Hızlı	Genelde hızlı	Uzun

Sorunlu kredilerin çözümü için en yaygın kullanılan yöntemlerden olan varlık yönetim şirketlerine satışın başarısı, öncelikle kredilerin çok ucuza alınarak bankalara ciddi zarar yazılmaması ile doğru orantılıdır. Bu nedenle kriz zamanları özel varlık yönetim şirketlerinin bulunduğu ülkelerde de kamunun ek destek olarak varlık yönetim şirketleri kurabildiği

görülmektedir. Bu kurumlar özel varlık yönetim şirketlerinin aksine, kâr elde etmek yerine banka zararını minimize etmek üzere daha yüksek fiyatlarla bankalardan bu kredileri almakta ve bankaların kredi yükünü hafifletmektedir. Varlık yönetimi şirketleri, fiyatlama ve değerlendirme yapma zorluğu bir yana, kredi yönetiminde en etkili ve hızlı çözüm sunan uygulamalardandır.

Bu yöntemlerin yanı sıra, finansal kurumların sattığı krediler üçüncü taraflarca menkul kıymetleştirilip yatırımcılara farklı bir ürün olarak da pazarlanabilmektedir. Menkul kıymetleştirme, diğer sorunlu kredilere ilişkin çözüm yöntemlerinden daha sofistike bir metot olmasıyla beraber kredilerin sermaye piyasası kanalıyla ve daha geniş bir yatırımcı tabanına satılmasını sağlamaktadır.

Finansal kriz dönemlerinde sayılan yöntemlerin bir arada kullandığı görülmektedir. Türkiye’de de 2000’li yılların başında büyüyen kredi sorununu çözmek için yeniden yapılandırma, varlık yönetimi şirketlerine satış gibi yöntemler kullanılmıştır. Ülkemizde kredilere ilişkin gelişkin bir piyasa bulunmamakta, menkul kıymetleştirme yolu ile tahsili gecikmiş alacaklar yönetimi yapılmamaktadır.

Tahsili gecikmiş alacakların çözüm yöntemlerinin nihai başarısı daha çok ne kadar zamanında uygulandıklarına ve yöntemlerin nasıl yönetildiklerine göre belli olmaktadır. Geç kalmış veya yetersiz düzeyde uygulanan çözümler, kredi krizinin daha da büyümesine yol açmaktadır. Bu nedenle, sorunlu kredilere yönelik olarak, kredi krizleri patlak vermeden önce, kredi derecelendirme, kredi takibi gibi süreçlerin düzenleme ve denetimlerinin doğru şekilde yapılması ve kredi açılığını kontrol altında tutan ihtiyatlı politikalar uygulanması büyük önem taşımaktadır. Şayet sorunlu kredilerin çözümü için kriz zamanları beklenirse, sorunun çözülmesi hayli zorlaşmakta ve toplumun daha büyük bir kesimine mal olmaktadır.

KAYNAKÇA

Resolution of Nonperforming Loans Policy Options, BIS, 2017

How to Manage Failures of Non-Systemic Banks? A Review of Country Practices, BIS, 2018

Financial Supervisory Architecture: What Has Changed After the Crisis, BIS, 2018

The Identification of Nonperforming Assets Crosscountry Comparison, BIS, 2017

Guidance to Banks on Non-Performing Loans, European Central Bank, 2017

Guidance to Banks on Non-Performing Loans, PWC, 2017

Bankalarda Tahsili Gecikmiş Alacakların Yönetilmesi, GSG Hukuk, 2019

Holistic Active Management of Non-Performing Loans, C. Scardovi, 2015

Logbook of the Turkish Economy Reensuring Flow of Credit to Return, B. Dalgın, G. Sak, 2019

Approaching Non-Performing Loans from a Macroprudential Angle, ESRB, 2018

Public Asset Management Companies: A Toolkit, World Bank, 2016

Turkish NPL Purchasing Market, Pwc, 2018

Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması, TBB, 2019

Distressed Asset Transfer Handbook, IFC, 2012

TAHVİLLERDE İHRAÇÇI TAAHHÜDÜ UYGULAMALARI

Deniz Kahraman

Tahvil ihraç sürecinde ihraççılar izahnamede istenen asgari unsurların yanında bazı taahhütlerde (covenant) bulunabilmektedir.

Bu taahhütler ihraççının borçlanma aracının vadesi boyunca uymaya söz verdiği kuralları içermektedir. Bu kurallar, şirketin yönetimine ve mali disiplinine yönelik yapılmasına ve yapılmamasına söz verilen konuları içermektedir.

Yurtdışı ihraçlarda sıkça görülen bu uygulamanın ülkemizde henüz yeterince kullanılmadığı görülmektedir. Halbuki son 10 yıllık süreçte Türkiye’de özel sektör borçlanma araçları piyasası önemli bir gelişme göstermiştir. Piyasanın büyümeye başladığı bu dönemde 257 şirket sermaye piyasasından borçlanma aracı ihracı yoluyla kaynak yaratmıştır.

Genel görünüm ihraççıların ödemelerini zamanında yerine getirdikleri, hatta itfadan sonra yeniden ihraç yapabildikleri yönündedir. Bütün ödünç ilişkilerinde yaşanabileceği gibi borçlanma araçları piyasasında da taahhütlerin yerine getirilemediği durumlar olmuştur. Son 10 yıllık süreçte 257 ihraççı

arasında 13 ihraççının temerrüde düştüğü görülmüştür.

Temerrütler sonrasında edinilen deneyimle sermaye piyasası mevzuatında çeşitli geliştirmeler yapılmıştır. Örneğin 2019 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılan değişikliklerle ihraççıların borçlanma araçlarına ilişkin ödeme yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle, MKK tarafından düzenlenip hak sahiplerine verilen belge İcra ve İflas Kanunu’nda belirtilen hukuki belgelerden sayılmıştır. 2020 yılında ise Sermaye Piyasası Kanunu’nda teminatlı tahvil ihracı ve Borçlanma Araçları Sahipleri Kurulu düzenlenmiştir. Bütün bunlara ek olarak, ihraççı taahhüdü uygulamasının da yatırımcı haklarının takip edilmesi ve korunması açısından fayda sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmamızda yatırımcıların haklarını korumada bir araç olan tahvillerde ihraççı taahhüdü uygulamalarında dünya uygulamaları mercek altına alınacak ve Türkiye’de uygulanabilirliği hususunda öneri sunulacaktır.

İHRAÇÇI TAAHHÜDÜ UYGULAMALARI

Genel anlamıyla borç veren taraflar açısından borçlu tarafın mali durumunu takip etmek, borcun tahsil edilmesi için önemli görülmektedir. Bu sebeple borç kullandıran kesimler, borç verdikleri kişilerden, borcun geri ödenmesini güvence altına almak üzere çeşitli taahhütler isteyebilmektedir.

Borç veren açısından bakıldığında, borçlu şirketin başka taraflara olan borçlarının artması, borç verenin kendi alacağının toplam borçtaki

payının azalması, yani seyrilmesi sonucunu doğurmaktadır. Şirketin artan borçluluk oranına bağlı olarak ilk borç veren tarafın riskinin zaman içerisinde artması borç veren için yönetilmesi önemli bir risktir. Seyrelme riskinin yanı sıra, şirketin varlıklarını azaltması veya varlık ikamesiyle şirket varlıklarının riskli alanlara yönlendirilmesi borç veren taraf için risk yaratmaktadır. Zira, şirket varlıklarının daha yüksek riskli alanlara aktarılmasıyla

yapılan yatırımın iyi bir sonuç vermesi şirket ortakların menfaatine iken, bu sonuç borç verenlerin getirisini etkilememekte sadece riskini artırmaktadır.

Bankalar tarafından sağlanan krediler, genellikle alacağın seyrilmesi ve varlık ikamesi risklerine karşı önlem olarak alınan taahhütleri içermektedir. Bankalar şirketlere kredi kullandırdıklarında şirketler teminat sunmakta, ipotek yapmakta veya yapamayacakları iş ve işlemlere ilişkin taahhütte bulunabilmektedir. Böylelikle bu şartlar sağlanamadığında bankanın krediyi geri çağırabilmesi veya tahsil etmesi kolaylaşmaktadır. Buna benzer şekilde şirketlerin tahvil ihraçlarıyla finansman sağladığı durumlarda ihraççı taahhüdü uygulamaları ile de borç verene sağlamış oldukları kaynağı geri alma hakkı tanıyabilmektedir.

Borçlanma araçları doğrudan "teminatlı tahvil" olarak ihraç edilebileceği gibi, ihraççı şirketler varlıklarının azalması veya yönetimin değişmesi gibi konularda varlıklarına yönelik taahhütler içerecek şekilde de tahvil ihraç edilebilir.

Borçlanma aracı ihraçlarında "ihraççı taahhüdü" adıyla bilinen bu uygulamalar şirketlerin gönüllü olarak belirlediği kuralları içeren sözleşmeler olarak tanımlanabilir. Menkul kıymeti satın alan tarafın korunmasını sağlayacak sınırlayıcı taahhütler içeren sözleşmeler, şirketlerin kaynak temin etmesini de kolaylaştırmaktadır.

İhraççı taahhüdü, şirketin belirli bir finansal gücü korumasına yönelik olarak borç verenlere taahhüt vermesi olarak ifade edilebilir. Sözleşme ile belirlenen taahhüdün yerine getirilememesi durumunda sözleşme şartları değişmekte ve yatırımcının öngörülme bir durum sebebiyle mağduriyeti kısıtlanmaya çalışılmaktadır.

Küresel Trendler

Küresel piyasada finansal koşulların destekleyici olmasıyla birlikte şirketler kesiminde borçlanma artmıştır. 2019 sonu itibarıyla finans dışı şirketler kesimi tarafından ihraç edilmiş olan küresel borçlanma araçları stoku 13,5 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu rakamın reel olarak Aralık 2008 düzeyinin iki katından fazla olduğu görülmektedir. Bu gelişmede 2008'den sonra yatırım yapılabilir düzeyin en düşük BBB notlu borçlanma aracı ihraçları ve gelişen ülkelerde şirketler kesiminin borcunu artırması etkili olmuştur. 2019 sonu itibarıyla stokta A ve üzeri nota sahip ve gelişmiş ülke şirketlerinin payı sadece %30 olmuştur.

OECD tarafından yapılan 105 ülkeden 63.000 finans dışı şirketleri kapsayan çalışmaya göre, küresel finans krizi sonrasında yatırım yapılabilir nota sahip olmayan özel sektör borçlanma araçlarının toplam ihraçlardaki payı 1980-2010 döneminde ekonomik konjoktüre bağlı olarak değişmektedir. Ekonomik büyüme dönemlerinde yatırım yapılabilir nota sahip olmayan araçların payı artarken, kriz dönemlerinde gerilemektedir. 2010 – 2019 yılları arasında ihraç edilen borçlanma araçlarında yatırım yapılabilir nota sahip olmayanların payı %20 civarında yatay seyretmektedir.

Ancak, yatırım yapılabilir nota sahip borçlanma araçları arasında en düşük düzeye karşılık gelen BBB notuna sahip özel sektör borçlanma araçlarının payı 1990'da %20 civarındayken, kriz dönemleri dışarıda bırakıldığında neredeyse her yıl artmış, 2019 itibarıyla %51 düzeyine ulaşmıştır. Bu dönemde BBB notlu borçlanma araçlarının büyüklüğü 3,8 trilyon dolar ile toplam stokun %30'una karşılık gelmektedir.

Dünya genelinde BBB notuna sahip özel sektör borçlanma araçlarının payının artmasıyla birlikte, ihraççı taahhütlerinin etkin kullanımının önemi artmıştır. Herhangi bir gelişmeden kaynaklı olarak şirketin kredi notunun bir

basamak indirilmesi durumunda, kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altına inmekte, ihracçı taahhüdü yaklaşımına göre yaptırım gündeme gelebilmektedir.

Ancak, 2015 yılında yayınlanan OECD raporuna göre, yatırım yapılabilir düzeyin altındaki borçlanma araçlarında dahi ihracçı taahhüdü kullanımı 10 yıl öncesinde kıyasla yarı yarıya azalmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faizleri düşük tutmasıyla birlikte sermaye maliyetinin düşüşü, borç veren açısından daha riskli olan borçlanma türlerinin yaygınlaşmasını da sağlamıştır. Bu ortamda ihracçı taahhüdü kullanımı azalmaya başlamış, cov-lite ve cov-loose olarak adlandırılan daha az kısıtlayıcı şart içeren ihracçı taahhütleri yaygınlaşmaya başlamıştır.

Belirli bir finansal durumu sürdürme taahhütleri (maintenance covenant) içermeyen borç sözleşmeleri covenant light (cov-lite) sözleşmeler olarak anılmaktadır. Bu yapıya kıyasla nispeten daha sıkı şartları olan son dönemde piyasada yeni bir form olarak yaygınlaşan covenant loose (cov-loose) yapıda borç sözleşmeleri ise, genellikle kaldıraç oranı ve faiz ödeme gücü olmak üzere en fazla iki finansal durumu sürdürme taahhüdünü içermektedir.

OECD, ihracçı taahhütlerinin yatırımcıyı koruma düzeyini, taahhüt türlerinin mevcut olup olmadığını göz önünde bulundurarak oluşturduğu modellerle bir endeks (covenant protection index) hesaplamaktadır. Bu hesaplamaya göre, ABD’de yatırım yapılabilir nota sahip olmayan borçlanma araçları için

2000 yılında %47 civarında olan ihracçı taahhüdü koruma düzeyi (covenant protection index) 2019 sonu itibarıyla %38 düzeyine gerilemiştir.

S&P Global Market Intelligence verilerine göre ise, ABD’de 2019 sonu itibarıyla yatırım yapılabilir düzeyin altında nota sahip özel sektör borçlanma aracı stoku 1,5 trilyon dolar iken, teminatsız kredilerin toplam büyüklüğü 1,2 trilyon dolardır. Bu iki borçlanma tipinde de cov-lite olarak sınıflanan borcun payı %80 civarındadır.

Aynı şekilde, İngiltere Merkez Bankası’nın Kasım 2018 Finansal İstikrar Raporu’na göre özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarında cov-lite olarak anılan düşük seviyede ihracçı teminatlı borçlanmaların payı 2005 yılında sıfır düzeyinden 2007 yılına kadar %20 düzeyine çıkmış, küresel finans krizinde yeniden sıfıra yaklaştıktan sonra 2018 itibarıyla %60’ları aşmıştır.

İhracçı taahhüdü kullanımı, şirket ölçeğine göre incelendiğinde ABD’li hukuk şirketi Proskauer tarafından derlenen verilere göre 2019 itibarıyla Avrupa’da genellikle daha büyük ölçekli, 50 milyon avro FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) üstündeki şirketler covenant light (cov-lite) olarak anılan daha hafif şartlar içeren bir yapıda borçlanma aracı ihraç ederken, daha ufak ölçekli şirketler nispeten daha sıkı şartları olan covenant loose (cov-loose) yapıda borçlanma aracı ihraç etmeyi tercih ettiği gözlenmektedir.

İhracçı Taahhüdü Türleri

Borç sözleşmelerinde borçlanan tarafın taahhütleri, olumlu taahhüt (affirmative covenant) ve sınırlayıcı taahhüt (negative covenant) ikiye ayrılmaktadır. Şirketin yapması gereken işlemler olumlu taahhüt olarak adlandırılırken, yapamayacağı işlemler sınırlayıcı taahhüt olarak ifade edilmektedir. Borçlanma araçlarında ihracçı tarafından verilen

taahhütlerin, banka kredilerinde verilen taahhütlerle benzerlik gösterdiği görülmektedir.

Olumlu Taahhütler

Şirketin faaliyetlerini yatırımcılarla mutabık kaldığı şekilde sürdüreceğini taahhüt etmesine “olumlu taahhüt” adı verilmektedir. Bu

taahhütler işletmenin faaliyetlerini önemli ölçüde kısıtlamamaktadır.

Olumlu taahhütler, mevcut iş ilişkilerinin sürdürülmesi, varlıkların korunması, bilgilendirme başlıkları altında sınıflandırılabilir. Her türlü yasal yükümlülüğün tam yerine getirilmesi gibi kuralları kapsayabilmektedir.

Mevcut İş İlişkilerinin Sürdürülmesi: İhraççı şirket ile borç veren taraf arasında, bayilik anlaşmalarının sürdürüleceği, faaliyet gösterdiği alanda çalışmaya devam edeceği gibi konularda taahhütte bulunulabilir.

Varlıkların Korunması: İhraççı şirket, borç veren tarafın alacağının güvenliğini sağlamak üzere varlıklarını belirli bir düzeyde tutacağı taahhüdünde bulunabilmektedir. Ayrıca, ihraççının sahibi olduğu varlıkları ekonomik, operasyonel ve sosyal risklere karşı sigortalaması da bu kapsamda değerlendirilir. Ücret ve vergi ödemelerinin zamanında yerine getirilmemesi doğrudan şirketin faaliyetini etkilemeye de şirketin mali performansını dolaylı yoldan etkileyebilmektedir. Bu yüzden şirketin vergi ve çalışanları ile ilgili yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi de taahhüt konusu olabilir.

Bilgilendirme: Yatırımcının korunması için ihraççı şirketin mali durumunda meydana gelen bir değişikliği kamuoyu ile paylaşılması gerekmektedir. İhraççı taahhüdü uygulamaları, borç veren tarafa standart kamuyu aydınlatma kuralının ötesinde haklar da verebilmektedir. Borç veren taraf, finansal raporlar, ihraççı taahhütlerine uyum raporu gibi tabloların yanında ihtiyaç duyduğunda bağımsız denetçiye soru sorabilme ve bazı belgeleri inceleyebilme hakkına sahip olabilmektedir. Örneğin ihraççı taahhütleri ile belirlenen bir tutarı aşan kredilere ilişkin detaylı bilgilerin yatırımcıyla paylaşılması istenebilir. İhraççı taahhütlerine uyum raporu dış denetçiler tarafından hazırlanmaktadır.

Sınırlayıcı Taahhütler

Sınırlayıcı taahhüt olarak adlandırılan kurallar, borçlu şirketin ödeme kabiliyetinin bozulmasına yol açabilecek bazı işlemlerden kaçınmasını sağlamak amacıyla belirlenmektedir. Şirket, alacağın seyrilmesi, varlık azaltımı ve ikame risklerine karşı bazı işleri yapmayacağı taahhüdünde bulunmaktadır.

Şirket ve şirket ortakları için sınırlar oluşturmak amacıyla kullanılan negatif taahhütler, finansal konular ve mülkiyetle ilgili olabilmektedir. Taahhütle birlikte borçlanan şirket, işletmenin mali durumunu ve sahiplik yapısını değiştirecek iş ve işlemleri yapmadan önce borç veren taraftan izin almak zorunda kalabilmektedir.

Sınırlayıcı taahhütler arasında en yaygın olanı şirketin belirli finansal oranları sürdüreceğini taahhüt etmesidir. Şirket ve/veya ortaklar için toplam borç miktarının ve oranının sınırlandırılması, temettü dağıtımının kısıtlanması, ilişkili taraflara ödenen ücretlere sınır koyulması, borç verenin izni olmadan birleşme/devralma, sabit sermaye yatırımı yapması gibi çeşitli şekillerde olabilmektedir.

Yeni Borç Almanın Sınırlanması: Borçlanmanın sınırlandırılmasıyla, alacağın seyrilmesi riskine karşı önlem olarak borç vereni koruyacak bir sermaye tamponu yaratılmaktadır. Nitekim, şirketin daha sonradan yapacağı borçlanmalarının tümü (teminatlı, ikincil veya sat geri kirala borçlanmalar dahil) daha önceden ihraç edilen menkul kıymetlerinin değerini etkilemektedir.

Şirket ve borç veren arasında belirlenen kurallar çerçevesinde yeni borç alınmasının engellenmesi; finansal kiralama işlemleri de dahil olmak üzere ek yükümlülük altına girmenin önlenmesi, net varlık/yükümlülük oranı için eşik değer belirlenmesini kapsayabilir. Borçlanmanın yanında şirketin herhangi bir varlığı üzerinde ipotek tesis etmesinin de sözleşmeyle engellenmesi mümkündür.

Borç veren açısından en önemli risk şirketin mali açıdan sıkıntıya düşerek borcunu ödeyememesidir. Dolayısıyla, borç veren taraf borç verilen şirketin mali durumunu düzenli olarak izlemek ve sözleşme ile belirlenen yaptırımı uygulayabilmek üzere çeşitli kriterler belirleyebilmektedir. Bunun için ihraççı tarafından verilebilecek taahhütler örneklendirilebilir.

- Net varlık: Şirketin sahibi olduğu varlıklardan ihraççının alacağının düşülmesi ile kalan sabit bir tutar belirlenebilir. Sabit bir net varlık tutarını sürdürmenin taahhüt edilmesiyle birlikte borç veren tarafın riski azalmaktadır.
- Borç/FVÖK: İhraççının toplam borcunun faiz vergi ve amortisman öncesi kârına oranı için bir sınır belirlenebilir. Bu oranın artışı şirketin faaliyet gelirlerine kıyasla borcunun daha fazla arttığına, dolayısıyla borcunu ödeme kabiliyetinin zayıfladığına işaret etmektedir.
- Faiz ödeme gücü oranı: Faiz ve vergi öncesi kârın finansman giderine oranına ilişkin bir sınır taahhüt edilebilir. Bu oranın artışı şirketin faaliyetlerinden elde ettiği gelirle finansman giderlerini daha kolay karşılayabileceğini göstermektedir.

Temettü Dağıtımı ve Ortaklara Kaynak Aktarımını Sınırlamak: Borçlu şirketin temettü dağıtımı veya hisse geri alım programı yoluyla ortaklarına kaynak aktarması borç veren tarafın riskini artırabileceği için ihraççı taahhüt sözleşmeleriyle sınırlanabilir.

İhraççı Taahhütlerinde Yaptırımlar

Borçlanma aracı ihraç eden şirketlerin bu borç ilişkisi içerisinde sözleşme ile belirlediği taahhütlere uymaması durumunda uygulanacak yaptırımlar da taraflar arasında sözleşmenin kurulması esnasında belirlenir. Böylelikle sözleşme ile belirlenen taahhütlere uyulmaması

Örneğin, vade boyunca şirketin dönem kârının belirli bir tutarını ya da bölümünü dağıtabileceği hükmü getirilebilmektedir.

Şirket Birleşmesi ve Varlık Satışının Sınırlanması: Borçlu şirketin kaynaklarını kullanarak başka bir şirketi devralması veya herhangi bir varlığını satması borç ödeme kabiliyetini olumsuz etkileyebilir. Örneğin devralınan şirketin iş kolunun daha yüksek risk içeriyor olması ya da borçluluk oranının devralan şirkete kıyasla yüksek olması riski artırabilir.

Benzer şekilde, şirketin aktif büyüklüğünün önemli bir kısmını oluşturan varlıklarını bünyesinden çıkarmasını engellemek de borç veren açısından önem taşımaktadır. Örneğin, Avrupa'daki ihraççı taahhüdü yaklaşımlarında genellikle 3 yıllık süre boyunca şirket varlıklarından önceden belirlenen bir tutarın veya şirket varlıklarının belirli bir oranı aşan kısmının satılamayacağı hükmü sıkça kullanılmaktadır. Ayrıca, sözleşmeyle şirketin varlık satışından elde ettiği kaynağı kullanacağı alana karar verme şartı da belirlenebilir.

Yatırımların Sınırlanması: Şirket varlıklarının kompozisyonunun dönem içerisinde değişmesi borç verenin riskini artırabilir. Dolayısıyla iki taraf arasında kurulacak sözleşmeyle, şirketin varlıklarının kompozisyonunda belirli bir orandan fazla bir değişiklik yapılamayacağı hükmü belirlenebilir. Borç verenin korunması amacıyla şirket varlıklarının düşük riskli ve likit ürünlerde değerlendirilmesi, hisse senedi ve türev ürün gibi riskli ürünlere yönelmesinin engellenmesi sözleşmeyle sağlanabilir.

durumunda borç veren taraf çeşitli yaptırımlara gidebilir. Yaptırımlar genel olarak erken uyarı koşulları sağlandığında veya tetikleyici olay gerçekleştiğinde yapılır.

Erken Uyarı Koşulları: Periyodik olarak yayınlanan finansal tablolarda taahhüt edilen bir finansal oranın sürdürülemediğinin izlenmesi veya İhraççı Taahhüdü Türleri bölümünde değinilen türde bazı finansal oranlar erken uyarı koşulu olarak tanımlanabilir. Şirketin taahhüt ettiği finansal oranları sürdürememesi, işletme sermayesinin borç veren tarafından belirlenen eşik değerin altında kalması gibi durumlarda taahhütte öngörülen yaptırım devreye girebilir.

Tetikleyici Olay: Yönetim kontrolünün değişmesi veya kredi notunun düşürülmesi gibi olgular gerçekleştiklerinde taahhütlerde öngörülen bazı yaptırımlar gündeme gelebilir.

Yaptırım şekillerini de aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür.

Erken Ödeme: İhraççının sözleşmede belirlenen taahhüde uymaması durumunda borç verenin alacağını erken isteme imkânı doğabilmektedir.

Olumlu taahhütler arasında sayılan, borçlanma aracının fiyatını etkileyecek gelişmelerle ilgili bilgilendirme yükümlülüğü, varlıkların korunması ve mevcut iş ilişkilerinin sürdürülmemesi gibi taahhütlerin ihlal edilmesiyle, bazı sözleşmeler borçluya ihlali düzeltmek için ek süre tanıyabilir. Aksi durumda borç vadesinden önce birikmiş faizle birlikte borç veren tarafından geri istenebilir.

Ayrıca, borçlanan şirket, temin etmiş olduğu kredi tutarının önceden belirlenen bir oranını aşacak düzeyde bir varlığını satarsa, kredinin bir kısmını borç veren tarafa geri ödeme taahhüdünde bulunabilmektedir.

Oy hakkının %50'sinden fazlasına sahip olan, yöneticilerin çoğunluğunu atayabilen, yönetim ve finansla ilgili politikaları belirleyebilen

kişinin değişimi tetikleyici olay olarak sözleşmelerde belirlenebilmektedir. Yönetim kontrolündeki bu değişiklik, satın alınan menkul kıymetin ihraççıya daha önceden belirlenen bir fiyattan iadesini mümkün kılmaktadır.

Bütün bunların yanında şirketin dışında meydana gelen bir olayın şirketin faaliyetlerini önemli ölçüde olumsuz etkilemesi durumunda da bu hak doğabilmektedir.

Yanı sıra borç verenle ihraççı arasında kurulan sözleşmeye çapraz temerrüt (cross-default) maddesi eklenmesi durumunda, şirketin farklı bir borç sözleşmesine ilişkin yükümlülüğünü yerine getirememesi, borç veren tarafın ihraççıdan borcunu vadesinden önce geri isteyebilmesini mümkün kılabilir.

OECD tarafından derlenen verilere göre, yatırım yapılabilir nota sahip olmayan şirketlerin borçlanma araçlarının neredeyse tamamında belirli koşullar altında ihraççıya erken iade hakkı tanıyan hükümlere yer verdiği görülmektedir.

Kupon Faizinin Değişmesi: Şirketin finansal durumunun bozulmasına bağlı olarak, şirketin kredi notu kredi derecelendirme şirketinin periyodik gözden geçirmesi neticesinde düşürülebilir. Örneğin ihraççı, kredi notunun belirlenen bir eşiğin altına indirilmesi durumunda her seviye için kupon faizini belirlenen düzeyde artıracağını taahhüdünü sözleşmeye ekleyebilir.

Ek Teminat: İhraççı şirket tarafından verilmiş olan taahhüt yerine getirilemediğinde, borç veren ve ihraççı bir araya gelerek sözleşmenin şartlarını yeniden belirleyebilir. Bunun yanında borç veren tarafa ek teminat sunacak şekilde anlaşmanın şartları yeniden gözden geçirilebilir.

DÜNYADA İHRAÇÇI TAAHHÜDÜ UYGULAMALARI

İhraççı taahhüdü uygulamalarının kullanımı son yıllarda düşük faiz ortamıyla birlikte artan risk alma eğilimiyle birlikte azalmaya başlamıştır.

Son yıllarda kullanımı azalsa da gönüllü olarak yapılan ihraççı taahhüdü uygulamalarına bir yeknesaklık getirmek ve sorun yaşanan alanlardaki aksaklıkları gidermek için dünyada bu alanda ulusal veya sektörel düzeyde çeşitli girişimler standart geliştirmek üzere çalışmaktadır.

Bu konudaki ilk girişim, Avrupa'da 2003 yılında 26 portföy yönetim şirketi tarafından oluşturulan çalışma grubu olmuştur. The Gang of 26 adıyla bilinen çalışma grubu, borçlanma aracı sahipleri ile ihraççıların menfaatlerini korumak üzere bir model hazırlamıştır.

Avrupa'nın ardından ABD'deki ilk girişim ise, 2007 yılında ABD'de sermaye piyasası ve

sigorta şirketleri tarafından kurulan The Credit Roundtable isimli çalışma grubu olmuştur.

2010 yılında ise Avrupa'da sigorta, portföy yönetimi ve emeklilik sektörlerindeki uygulamalar 2003 yılında yayınlanan çalışmadan da yararlanılarak The Bond Covenant Group (TBCG) isimli çalışma grubu tarafından bir standart haline getirilmiştir. 2012 yılında ise Japonya'da ABD'nin hazırlamış olduğu modelden yararlanılarak Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (JSDA) tarafından bir model tasarlanmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde ihraççı taahhüdü uygulamalarında dünya örneklerine yer verilecek, bu taahhütlerin yatırımcıya ve ihraççıya sağladıkları değerlendirilecektir.

İncelenecek olan standartlardan Avrupa ve ABD örneği yatırım yapılabilir nota sahip olan ihraççılara yönelik olarak hazırlanırken, Japonya örneği tüm ihraççıları kapsayacak şekilde kurgulanmıştır.

ABD'de İhraççı Taahhüdü Standartları

ABD'de borçlanma aracı sahiplerinin haklarını kolektif bir çatı altında savunmak üzere aralarında sermaye piyasası kurumları ve sigorta şirketlerinden oluşan 40 üyenin katılımıyla The Credit Roundtable isimli inisiyatif 2007 yılında kurulmuştur. Bu oluşumun üyeleri 2019 sonu itibarıyla 4 trilyon dolardan fazla portföy büyüklüğüne sahiptir. Bu oluşum tarafından yatırım yapılabilir kredi notuna sahip borçlanma araçları için uygulanmakta olan ihraççı taahhütlerine bir standart geliştirmek üzere Covenant White Paper isimli bir raporda bir model önerisi yayınlanmıştır. Aralık 2007'de yayınlanan model Temmuz 2008'de güncellenmiştir.

Tavsiye niteliğindeki ihraççı taahhüdü modelinin uygulanmasında inisiyatifin herhangi bir yaptırım gücü bulunmamaktadır. Önerilen

model, yatırımcının korunması ile şirketin faaliyetlerini kısıtlama olmaksızın yürütme isteğini adil bir şekilde dengelemeyi amaçlamaktadır. İhraççılardan bazıları modelde yer alan taahhütlerin çoğunu kullanarak borçlanma maliyetini düşürmeyi tercih ederken, bazı ihraççılar daha az taahhüt vererek ihraçta bulunmayı tercih etmektedir.

Yanı sıra, bazı ihraççı taahhütlerinin maddelelerinin taraflar tarafından açıkça anlaşılır olmadığı görülmektedir. Bu yüzden The Credit Roundtable, şirket ile borç veren arasında uzlaşılan taahhütlerin tam olarak kamuya paylaşılmamasını önermektedir.

Önerilen modelde değinilen sorunlu konular ve bu başlıklara ilişkin öneriler aşağıda özetlenmektedir.

Yönetim Kontrolünün Değişmesi: Yönetim kontrolünün değişimi ile ilgili taahhüt, borçlanma aracı sahibine yönetimin değişmesi durumunda yatırımını yeniden gözden geçirme imkânı tanımaktadır. Bir diğer deyişle, yönetim kontrolündeki değişiklik borçlanma aracı sahibine erken ödeme hakkı sağlamaktadır.

Rapora göre, piyasanın genel yaklaşımı incelendiğinde yatırım yapılabilir düzeyde kredi notuna sahip olmayan ihraççılar için iade hakkının kullanılabilmesi için sadece yönetim kontrolünde değişiklik yeterlidir. Yatırım yapılabilir nota sahip ihraççılar için iade hakkı ise, yönetim kontrolünde değişiklik ve kredi notunun yatırım yapılabilir seviye altına çekilmesi durumunda mümkün olmaktadır. Yatırım yapılabilir şirketler için genellikle iki şarta birden ihtiyaç duyuluyor olması kredi derecelendirme kuruluşlarının etkin ve hızlı karar almasının önemini artırmaktadır.

Yönetim kontrolündeki değişiklik ile ilgili taahhütlerin önemli bir kısmı, aşağıdaki kısıtlar nedeniyle uygulamada sorun yaşamaktadır.

- İhraççı şirketin bir halka açık ortaklık tarafından devralınması durumunda yönetim kontrolünde değişikliğin tespiti kısıtları beraberinde getirebilmektedir.
- Yönetim kontrolünün değişmesiyle ilgili taahhütlerin bazıları şirketin varlık satışını sınırlamamakta, dolayısıyla nispeten işlevsiz kalmaktadır.
- Bazı durumlarda yönetim kontrolündeki değişiklik şirketin kredibilitesini olumsuz etkileyebilir. Kredi derecelendirme kuruluşunun önemli değişiklik neticesinde şirketin notunu yeniden değerlendirmekte gecikmesi, ilgili taahhüdün tetiklenmesine engel olabilmektedir.
- Yönetim kontrolünün değişmesini ve kredi notunun düşürülmesini birlikte

içeren bazı ihraççı taahhütleri, kredi notunun indirilmesi durumunda, eğer gerekçe yönetim kontrolünde değişiklik ise bu durumun açıkça kamuya paylaşılmasını istemektedir. Ancak, kredi derecelendirme kuruluşları her zaman gerekçeyi açıklamak konusunda istekli olmayabilir.

- Yeterli düzeyde finansal bilginin zamanında kredi derecelendirme kuruluşu ile paylaşılmaması nedeniyle, derecelendirme şirketleri ihraççı şirket ile çalışmayı durdurabilir, ilgili taahhüt işlevsiz kalabilir.

Yönetim kontrolünde değişikliğin ve kredi notunda indirimin birlikte tetikleyici olduğu taahhütlerde yukarıdaki eksikliklerin giderilmesi tavsiye edilmiştir.

Yönetim kontrolünde değişikliğin aşağıdaki şekilde tanımlanması beklenmektedir:

- Birleşme neticesinde şirketin oy hakkının %50'sinden fazlasında sahiplik değişimi,
- Şirket varlıklarının "tamamı veya önemli bir kısmının" satışı,

Buna göre, yönetim kontrolüne ilişkin olarak, ihraççı taahhütlerinin aşağıdaki şekilde kurulanması önerilmiştir.

- Şirketin yatırım yapılabilir kredi notunda değişikliğin tetikleyici olay olarak kabul edilmesi için en az iki kredi derecelendirme kuruluşu tarafından not indirimi gerekmektedir.
- Yönetim kontrolünün değişmesini ve kredi notunun düşürülmesini birlikte içeren taahhütlerde, notun düşürülmesi tetikleyici olayın gerçekleşmesi için yeterlidir.

Kupon Faizinin Değişmesi: Borç veren ile şirket arasında üzerinde mutabık kalınan herhangi bir ölçüte, şirketin mali durumuna veya

kredi notuna bağılı olarak dönem içerisinde faizin değıştiğı yöntem, bankacılık sektörünün sağladığı ticari kredilerde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yöntem genellikle şirketin riskinde meydana gelen değışikliğe bağılı olarak LIBOR gibi gösterge niteliğinde bir faiz oranı üzerine belirli bir risk priminin eklenmesiyle uygulanmaktadır. Yatırım yapılabilir nota sahip borçlanma araçlarında da ihraççı taahhütleri ile benzer yaklaşım kullanılmakta, riskin değışmesi faizi de değıştirmektedir.

Çalışma grubu piyasada kullanılan derecelendirmeye dayalı olarak faiz oranını değıştiren yapılarda aşağıdaki eksiklikleri gözlemlemiştir.

- Kredi notuna bağılı olarak faizin değıştiğı yapı, kredi notunun hızlı bir şekilde düşüşü neticesinde oluşacak yatırımcı kaybını telafi etmede yetersiz görülmektedir.
- Derecelendirme kuruluşunun şirketi notlandırmayı durdurması durumunda ortaya çıkan sorunlar ele alınmamış olabilmektedir.
- Kredi notu belirli bir eşiğin üzerine çıkarsa, faizin değışmesi taahhüdünün ortadan kalkacağına yönelik maddeler sözleşmede yer alabilmektedir. Bu durumda faiz değışimine ilişkin taahhüt geçerli olmamaktadır.

The Credit Roundtable inisiyatifi, kredi notuna bağılı olarak faiz oranının değışeceği yapının aşağıdaki şartları içerecek şekilde kurgulanmasını önermiştir.

- Şirketin kredi notu en az iki kredi derecelendirme kuruluşu tarafından indirildiği takdirde faizin değışeceği hükmü geçerli olmalıdır.
- Şirketlerin kredi derecelendirme kuruluşlarını değıştirerek kredi notlarını manipüle etmesine izin verilmemelidir.

- Kredi notu belirli bir düzeyin üstüne çıkarsa taahhüdün ortadan kaldırılacağı hükmü (fall-away provision) sözleşmeye eklenmemelidir.

Teminat Sınırlanması ve Öncelikli Borç:

Sözleşmeyle diğer borçlara göre alacaklıya öncelikli olarak alacağını temin etme hakkı tanıyan yükümlülükler, "öncelikli borç" olarak adlandırılmakta, olup ihraççı taahhütlerinde bu borçlara ilişkin çeşitli koşullara yer verilmektedir.

Borçlanma araçlarında teminat verilmesi ile ilgili taahhütler ise genellikle şirketin yeni borç almasını belirli bir düzeyde sınırlamak üzere kurgulanmıştır.

Raporun kaleme alındığı dönemdeki ihraççı taahhütlerinde bu sınırlamaya çok fazla önem verilmediği gözlenmiştir. Bu konudaki eksiklikler aşağıda ifade edilmiştir.

- Kısıtlamalar sadece yeni borçlanmalar için geçerlidir. İhraç edilen yeni borçlanma aracının öncelikli borç niteliğinde olabileceği göz ardı edilebilmekte, bu durumda sunulan taahhüt işlevsiz hale gelebilmektedir.
- Bazı örneklerde kısıtlamalar şirketin sadece mevcut iştiraklerini sınırlarken, sonradan iştirak edeceği şirketleri kapsamamaktadır.
- Bazı örneklerde teminat kısıtlamaları şirketin fabrika ve ekipman gibi sadece mülkiyetindeki önemli varlıkları kapsamakta, envanter ve fikri mülkiyet haklarını göz ardı etmektedir.
- Teminat sınırlamasıyla ilgili taahhütlerin çoğu, ihraççıya teminatları ayırtırmak koşuluyla sınırlama olmaksızın teminatlı borç almasına izin vermektedir. Ancak bu durum, beklenmedik anlarda şirketin kredibilitesini olumsuz etkileyebilmektedir.

The Credit Roundtable inisiyatifi, teminat sınırlamasıyla ilgili olarak ihraççı ve iştiraklerin borçlanmasına ilişkin sınırlamalar getirilmesinin etkin bir yaklaşım olduğunu değerlendirmiştir. Bu yapının aşağıdaki şartları içerecek şekilde kurgulanmasını önermiştir.

- Şirketin garantör olmadığı iştiraklerinin borçları da ihraççı taahhüdü sınırlamalarına tabi olup, öncelikli borç niteliğinde tanımlanmalıdır.
- İhraççı taahhüdünün sınırlamaları ihraççıya ve iştiraklerinin her birine uygulanmalı ve ihraççının herhangi bir iştirakini sözleşme kapsamından çıkarmasına izin verilmemelidir.
- Sözleşme hükümleri ihraççının sadece belirli varlıkları için değil, tüm varlıkları için uygulanmalıdır. Ancak, sözleşmelerde somut şartlara uygun şekilde bazı varlıklar için çeşitli istisnalar belirlenebilir.
- İhraççının teminat havuzuna daha fazla kişinin ortak olmasını önlemek üzere, model sözleşmede alacaklıların haklarının eşit olduğuna dair (equal & ratable) taahhütte bulunulamayacağı ifade edilmiştir. Bu şekilde teminatlı bir borçlanma aracına yatırım yapan yatırımcının borcunun karşılığı olan varlığın korunması sağlanmıştır.

Raporlama Yükümlülükleri: Kamuyu aydınlatmada eksiklik nedeniyle yatırımcıların şirketin mali durumu hakkında bilgilenmesi daha güç olmaya başlamış, menkul kıymetlerin ikincil piyasada alım satımı da olumsuz etkilenmiştir. The Credit Roundtable inisiyatifi,

Avrupa’da İhraççı Taahhüdü Standartları

Avrupa’da ihraççı taahhütleriyle ilgili olarak düzenleme veya mevzuatın bulunmaması, borçlanma aracı yatırımcıların korunmasında güçlükler neden olmuştur. Bu kapsamda yapılan ilk çalışma 2003 yılında 26 portföy

borçlanma aracı sahiplerinin ihraççının finansal durumu hakkında kapsamlı düzeyde bilgilenmesi gerektiğini değerlendirmektedir. Bu yapının aşağıdaki şartları içerecek şekilde kurgulanmasını önermiştir.

Önerilen modelde, 2012 yılında ABD Sermaye Piyasası kanununa getirilen ve “144A” olarak bilinen nitelikli yatırımcılara tahsisli satışla satılan borçlanma araçlarına ilişkin kurallardan yararlanılmıştır. Bu modele göre, ihraççılar finansal raporları ve faaliyetleriyle ilgili bilgileri, düzenleyici otoriteye raporlamaksızın, kamuya açık bir internet sitesi üzerinden mevcut ve potansiyel yatırımcılarının bilgisine sunacaktır.

Borçlanma Aracı Serisine Göre Temsil:

Yatırım yapılabilir nota sahip borçlanma araçlarındaki ihraççı taahhütlerinin çoğundaki hükümler, ihraççının henüz vadesi gelmemiş olan borçlanma araçlarının tümünü kapsamaktadır. Ancak, vadesine 1 ay kalan bir borçlanma aracının yatırımcısı ile 30 yıl vadeli tahvil yatırımcısının çıkarları ve bakış açıları birbirinden çok farklı olabilir. Her bir borçlanma aracının temsilinin kendisine özel olmadığı durumda, kısa vadeli borçlanma aracı sahipleri uzun vadeli borçlanma aracı sahiplerine kıyasla avantajlı bir konumda olabilir.

The Credit Roundtable tarafından önerilen modelde, taahhüt şartlarında değişiklik yapılacağı zaman dolaşımdaki borçlanma araçlarının her birinin (tertip) ihraç büyüklüğüne göre temsil edilmesi yaklaşımı benimsemiştir. Üyeler, aynı zamanda oylama amacıyla birden fazla tertip borçlanma aracını bir araya getirerek gruplandırmanın anlamlı olabileceğini değerlendirmiştir.

yönetim şirketinin katılımıyla oluşturulan çalışma grubu tarafından yapılmıştır. Bu oluşum borçlanma aracı sahipleri ile ihraççıların menfaatleri arasında bir denge oluşturmak üzere bir standart geliştirmiştir.

Küresel finans krizi sonrasında borçlanmanın artmasına bağlı olarak yatırımcı ile ihraççı arasında denge oluşturma ihtiyacı daha da artmıştır. Bu kapsamda, sigortacılık, fon yönetimi ve emeklilik alanlarında uygulanan çeşitli uygulamalardan yararlanarak daha kapsamlı ortak bir standart geliştirmek üzere Haziran 2010'da İngiliz Sigorta Birliği (Association of British Insurers), Alman Yatırım Fonları Birliği (the Bundesverband Investment und Asset Management), İngiliz Yatırım Yönetimi Birliği (Investment Management Association) ve İngiliz Emeklilik Fonları Birliği (National Association of Pension Funds) tarafından The Bond Covenant Group (TBCG) isimli bir çalışma grubu oluşturulmuştur.

Bu çalışma grubu, mevcut durumdaki sorunlardan hareketle yatırım yapılabilir nota sahip olan Sterlin ve Avro cinsinden ihraç edilen borçlanma araçlarına ilişkin ihraççı taahhütlerini belirlemek üzere tavsiye niteliğinde bir model geliştirmiştir.

Grubun çalışmalarını aşağıdaki başlıklarda özetlemek mümkündür.

Yönetim Kontrolünün Değişmesi: The Bond Covenant Group tarafından sektör temsilcilerinin katılımıyla aktarılan gözlemler, mevcut ihraç belgelerinin yönetim kontrolünün değişimine karşı herhangi bir kısıtlama içermediğini gözlemlenmiştir. Bu nedenle TBCG yönetim kontrolünde değişiklik olması durumunda borçlanma aracı sahibinin menkul kıymeti ihraççıya erken iade hakkı doğması gerektiğini önermiştir.

Yönetim kontrolünde değişiklik aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

- Şirketin oy hakkının %50'sinden fazlasında sahipliğin değişmesi,
- Şirket varlıklarının "tamamı veya önemli bir kısmının" satışı,
- Şirketin yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun değişmesi,

- Şirketin finansal politikalarında bir değişiklik meydana gelmesi sonucunda şirketin kredi derecelendirmesinin yapılamaması,
- Şirketin en az iki kredi derecelendirme kuruluşundan almış olduğu yatırım yapılabilir notunu kaybetmesi.

Teminatın ve Borçlanmanın Sınırlanması: Şirketin teminatlarla ilgili vereceği taahhütler, genellikle şirketin yeni borç almasını belirli bir düzeyde sınırlamayı amaçlamaktadır. Çalışma grubu tarafından yapılan çalışmalarda mevcut uygulamalarda çeşitli eksiklikler tespit edilmiştir.

- Sınırlamalar sadece sermaye piyasası ürünleri ile ilgili olup diğer borçlanmaları kapsamamaktadır.
- İştiraklerin borçlanmasına ilişkin herhangi bir kısıtlama getirilmemiştir.
- Teminat sınırlaması sadece belirli varlıklara uygulanmaktadır.

TBCG tarafından yapılan değerlendirme neticesinde mevcut uygulamada sadece sermaye piyasası araçlarına ilişkin yükümlülükleri kapsayan negatif taahhütlerin tüm finansal borçları kapsamaması önerilmiştir. Buna göre, borçların toplam varlıklara oranının ihraççı ile borç veren arasında kararlaştırılacak değeri aşmayacağı şeklinde taahhüt verilmesi önerilmektedir.

İhraççının teminatlı borçlandığı yatırımcıların haklarını korumak üzere, modelde alacaklıların haklarının eşit olduğu "equal and ratable" maddesinin eklenmesi engellenmiştir.

İhraççı taahhütlerinin ihraççının tüm varlıklarını ve iştiraklerini kapsayacağı ifade edilmiştir. Sözleşme ile ihraççının belirli şartlar altında yeni yükümlülük edinebilmesine izin verilmiştir. Ayrıca, varlık alımı/şirket devralma, finansal kiralama ve şirketler arası borç gibi işlemlerde ihraççı ile yatırımcı arasında tavan

tutar belirlendiği uygulamalarla da karşılaşmaktadır.

Yatırımcı Bilgilendirme: Çalışma grubu, tüm borçlanma araçları için ihraççının internet sitesinde çeşitli bilgileri yayınlamasını önermiştir. Bu bilgiler arasında aşağıdaki başlıklar yer almaktadır:

- Yıllık finansal raporlar,
- Denetçi tarafından onaylanan ihraççı taahhütlerine uyum raporu,
- İhraççının herhangi bir borçlanma aracına ilişkin temerrüt bilgilendirmesi,
- Şirketin mali durumunu etkileyecek önemli değişiklikler.

İhraççının belirli bir finansal durumu sürdürmeye yönelik olarak taahhüt vermesi durumunda, taahhütlere uyumu ihraççı taahhüdüne uyum raporuyla izlenmektedir. Çalışma grubu periyodik olarak internet sitesinde paylaşılan raporun, borçlanma araçlarının %25'ine sahip olan yatırımcı veya temsilcisi olduğu payların toplamı %25'i aşan teminat yöneticisinin talebi durumunda talep anında sunulmasını önermektedir.

Japonya'da İhraççı Taahhüdü Standartları

Japonya'daki ihraççı taahhüdü uygulamalarına standart getirmek üzere Eylül 2012'de Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (JSDA) eşgüdümü ile finansal sektör temsilcilerinin katkılarıyla ihraççı taahhütlerine taraf olanların yararlanabileceği bir model oluşturmuştur. Tavsiye niteliğindeki modelin uygulanmasında JSDA'nın herhangi bir yaptırım gücü bulunmamaktadır.

Bu modelin geliştirilmesinde ABD'de The Credit Roundtable isimli çalışma grubu tarafından oluşturulan Covenant White Paper modeli referans alınmıştır.

Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu: Borçlunun temerrüdü durumunda, yatırımcı menfaatinin korunmasıyla ilgili güçlükler yaşanmaktadır. Konuyla ilgili bilgisi kısıtlı yatırımcıların tek başına hareket etmesi veya yetkilendirilen birden fazla teminat yöneticisinin yatırımcılar adına ortak bir amaçla hareket etmesi maliyetli olmakta veya her zaman mümkün olmamaktadır. TBCG, yatırımcının korunması amacıyla borçlanma aracı sahipleri tarafından bir kurul oluşturulmasını önermiştir. Kurul ile herhangi bir temerrüt durumunda borçlanma aracı sahiplerinin ve şirketin ihtiyaç duyacağı hukuki ve finansal danışmanlığı tek elden yönetmek amaçlanmıştır.

Borçlanma aracı sahipleri kurulu tarafından yetkilendirilen teminat yöneticisi (trustee) sahipler adına tek başına hareket ederek temerrüt sürecini etkin olarak yürütebilme imkanına sahip olacaktır. Teminat yöneticisi, borçlanma aracı sahibinin vermiş olduğu yetki çerçevesinde, borçlanma aracı sahibini temsil edebilmektedir. Vekil kendi görüşü doğrultusunda, ihraççı yönetiminin önerileri doğrultusunda veya borçlanma aracı sahibinin talimatı doğrultusunda oy kullanabilmektedir.

Japonya'da mevcut ihraççı taahhütlerinin genellikle sınırlayıcı taahhüt ve çapraz tetikleyici olayları tanımladığı görülmektedir. Sınırlayıcı taahhütlerle şirketlerin daha fazla borçlanmasını önlemek ve varlıklarını korumasını sağlamak amaçlanmaktadır.

Modelin geliştirilmesinde şirketlerin iş akışını sınırlamadan, yeterli düzeyde esnekliği sağlarken yatırımcıların korunmasını da gözetme hedefi etkili olmuştur. Ayrıca, kredi riskinin yüksek olduğu şirketler tarafından ihraç edilen borçlanma araçları için esnek ve uygun taahhütlerin kurgulanması gerektiği düşünülmektedir. JSDA tarafından oluşturulan

modele göre ihraççı taahhütleri ikiye ayrılmaktadır.

İşlem sınırlayıcı taahhütler (incurrence covenant): Sadece ihraççının yeni bir işlem yapması durumunda yürürlüğe giren taahhütlerdir. Bu duruma ihraççının yeni bir borç alması örnek verilebilir. Örneğin yeni alınan borç neticesinde borç/FAVÖK oranı taahhüt edilen düzeyi aşarsa, borç veren taraf borcunu vadesinden önce geri isteyebilir. Ancak, oranın artışı borcun artışına değil de FAVÖK'ün azalışına bağlı olarak gerçekleşirse, borcun vadesinden önce geri istenmesi mümkün olmayacaktır.

JSDA tarafından hazırlanan model işlem sınırlayıcı taahhütlerle ilgili olarak aşağıdaki başlıkları kapsamaktadır.

- Yükümlülükler üzerindeki sınırlamalar
- Herhangi bir varlığı teminat olarak vermenin veya menkul kıymetleştirmenin sınırlanması
- Temettü ödemesinin sınırlanması
- Varlık satışının sınırlanması
- Sat geri kirala işlemlerinin (sell and leaseback) sınırlanması
- Şirket birleşmelerinin sınırlanması
- Yönetim kontrolünün değişmesinin sınırlanması
- İştiraklerle ve ilişkili taraflarla ilgili işlemlerin sınırlanması

Finansal Sürdürme Taahhüdü (maintenance covenant): İhraççının belirli bir finansal durumu sürdürme taahhüdüdür. Buna örnek olarak borç/FAVÖK oranının belirli bir düzeyde sürdürüleceğinin taahhüt edilmesi verilebilir. İhraççı bu oranı sağlayamazsa, borç veren borcunu vadesinden önce geri isteyebilir. Sürdürme taahhütlerine uyum

çeyrekler itibarıyla bağımsız denetçiler tarafından raporlanmakta ve kamuya paylaşılmaktadır.

JSDA tarafından hazırlanan model finansal oranlarla ilgili olarak aşağıdaki başlıkları kapsamaktadır.

- Net varlık tutarı
- Sermaye yeterlilik oranı
- Kâr marjı
- Toplam borçlar ve borçların oranı
- Faiz ödeme gücü
- Faizli borçların FAVÖK'e oranı
- Teminatlı borç oranı
- İhraççının kredi derecelendirme notu

Her iki kapsama da girmeyen raporlama maddeleri de sözleşmeye eklenebilir. Bu çerçevede aşağıdaki maddeler de sözleşmeye eklenebilir.

- İhraççı şirketin yöneticileri tarafından anlaşma şartlarının yerine getirileceğine dair taahhütnamenin borç veren tarafa sunulması
- Şirketin faaliyetlerini etkileyen bir olay meydana geldiğinde olayın borç verene raporlanması
- Finansal göstergelerle ilgili taahhütlerin rutin olarak raporlanması

JSDA tarafından tasarlanan model, piyasa katılımcılarına örnek sunmaktadır. Bu taahhütler, hükümler yerine getirilmediği takdirde borç verenin borcunu vadesinden önce hemen geri isteyebilmesini sağlamak üzere veya ihlali düzeltmek, sözleşme şartlarını borç veren tarafın isteği ile yeniden gözden geçirmek için şirkete ek süre tanıyacak şekilde de tasarlanabilir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Fon ihtiyacı olan şirketlerin sermaye piyasasından kaynak teminini kolaylaştırırken, yatırımcının korunmasını da sağlamak üzere dünyada ihraççı taahhüdü uygulamalarından yararlanılmaktadır. Son yıllarda küresel piyasalardaki düşük faiz ortamı, ihraççıların sıkı taahhütlerde bulunmaksızın finansman sağlamasını mümkün kılmıştır. Bu dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde ihraççı taahhütleri nitelik ve nicelik yönüyle azalış göstermiştir. Özellikle yatırım yapılabilir düzeyin hemen üstünde veya yatırım yapılabilir düzeyin altında olan ihraççıların ihraççı taahhütlerine daha yaygın başvurduğu gözlenmektedir.

Sektör temsilcileri 2007 yılından itibaren ihraççı taahhütlerine bir standart getirmek üzere çalışmaya başlamıştır. ABD’de 2007 yılında oluşturulan The Credit Roundtable isimli inisiyatifin çabasıyla kurgulanan Covenant White Paper isimli model sektöre referans olmuştur. Bu modelden yararlanarak Avrupa’da Haziran 2010’da The Bond Covenant Group isimli bir oluşum kurulmuş, 2012 yılında ise Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği’nin (JSDA) girişimi ve sektör temsilcilerinin katkılarıyla model tasarlanmıştır. İhraççı taahhüdü standartlarının her birinde sektörde yaşanan aksaklıkları gidermeye yönelik çeşitli konulara açıklık getirilmiştir.

İncelenen ihraççı taahhüdü standartlarında ortak olarak üzerinde durulan temel başlıklar, yönetim kontrolünün değişmesi, şirketin herhangi bir varlığını teminat göstermesi ve borçlanmasının sınırlanması, ihraççı taahhüdüne uyuma ilişkin raporlama ve yatırımcı bilgilendirme olarak ifade edilebilir. Bu başlıklar altındaki ihraççı taahhütlerinin içeriği sektör paydaşlarının katkılarıyla kurgulanmıştır.

ABD’de hazırlanan standartların diğer örneklerden farklı olarak, ihraççı şirketin mali durumunda veya kredi notunda değişiklik meydana gelmesi durumunda kupon faizinin değişmesi yer almaktadır. Avrupa’da ise borçlanma aracı sahiplerinin haklarını etkin kullanmalarını sağlamak üzere borçlanma araçları sahipleri kurulu oluşturulması önerilmiştir.

Türk hukukunda ihraççı taahhüdü iki taraf arasında sözleşme ilişkisi çerçevesinde kurulabilir. Türkiye’de ihraççı taahhütleri yaygın olarak kullanılmamaktadır. Ancak yurtdışı ihraçlarda bu uygulamalara rastlanmaktadır. Örnek olarak, Şubat 2019’da Türk Telekom tarafından yurtdışı yatırımcılara yönelik olarak ihraç edilen 2025 vadeli 500 milyon dolar büyüklüğündeki dolar cinsi borçlanma aracı verilebilir. Bu ihraçta yönetim kontrolünde değişiklik sonrasında şirketin kaldıraç oranı 3.25/1 düzeyini aşarsa borç veren tarafın borçlanma aracını ihraççıya iade etme hakkı doğmaktadır.

Yurtdışı ihraçlarda sıkça görülen ihraççı taahhüdü uygulamalarının ülkemizde henüz yeterince kullanılmadığı görülmektedir. Aynı zamanda, Türkiye’de halihazırda ihraççı taahhütlerinin uygulanmasıyla ilgili olarak sektörün yararlanabileceği bir standart bulunmamaktadır. Borçlanma aracı sahiplerinin korunması ve kolektif olarak hareket edilmesi için Sermaye Piyasası Kanunu’nda Borçlanma Araçları Sahipleri Kurulu öngörülmüştür. Bununla beraber, ihraççı taahhütlerine ilişkin sektör temsilcilerinin katkılarıyla bir standart geliştirilmesinin, özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişimine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

TERİMLER

İHRAÇÇI TAAHHÜTLERİ

ABD’de 2007 yılında Demerjian tarafından yapılan 1987 ile 2006 yıllarında kurulan 16.364 borç sözleşmesini kapsayan akademik çalışma, riskleri izleme açısından en uygun taahhütlerin finansal oranlarla ilgili olduğunu göstermektedir. ABD’de örneklem kapsamındaki şirketlerin %78’inin en az 1 finansal oran taahhüdü verdiği görülmektedir. İhraç başına ortalama taahhüt adedi ise 1.81 olmuştur. Finansal oranlarla ilgili taahhütlere ilişkin çalışmanın sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Olumlu taahhütler: Şirketin faaliyetlerini yatırımcılarla mutabık kalındığı şekilde sürdüreceğini taahhüt etmesi

- **Borç/FVÖK Oranı:** Toplam borcun faiz vergi ve amortisman öncesi kârına oranını göstermektedir. Bu oranın artması şirketin borcunu geri ödeme kabiliyetinin azaldığına işaret etmektedir. Çalışma kapsamında incelenen ihraçlardan %40’ında nakit akışıyla ilgili taahhüt verildiği anlaşılmıştır. İhraççı taahhütleri incelendiğinde bu taahhüt türünün, kârlılığı yüksek ve faaliyet gelirlerinin oynaklığı düşük olan şirketler tarafından daha sık kullanıldığı görülmektedir.
- **FVÖK/Finansman Giderleri Oranı:** Şirketin faiz ve vergi öncesi kârının finansman giderine oranı faiz ödeme gücü olarak bilinmektedir. Bu oranın artışı şirketin faaliyetlerinden elde ettiği gelirle finansman giderlerini daha kolay karşıladığını, dolayısıyla borcunu geri ödeme kabiliyetini artırdığını göstermektedir. Çalışma kapsamında incelenen ihraçlardan %62’sinde faiz ödeme gücü ile ilgili taahhüt verildiği anlaşılmıştır. Bu ihraççı taahhütleri incelendiğinde bu taahhüt türünün kârlılığı yüksek ve faaliyet gelirlerinin oynaklığı düşük olan şirketler tarafından daha sık kullanıldığı görülmektedir.
- **Şirket Kaynakları (-) İhraç Yükümlülüğü (Net Varlık) Tutarı:** Şirketin sahibi olduğu varlıklardan ihraççı taahhüdü verilen alacağının düşülmesi ile kalan sabit tutarı göstermektedir. Sabit bir net varlık tutarını sürdürmenin taahhüt edilmesiyle birlikte borç veren tarafın riski azalmaktadır. Çalışma kapsamında incelenen ihraçlardan %40’ında net varlık tutarıyla ilgili taahhüt verildiği anlaşılmıştır. Bu ihraççı taahhütleri incelendiğinde bu taahhüt türünün zarar eden ve faaliyet gelirlerinin oynaklığı yüksek olan şirketler tarafından daha sık kullanıldığı görülmektedir.
- **Toplam Borç/Özkaynaklar Oranı:** Şirketin yükümlülüklerinin özkaynaklarına oranı kaldıraç oranı olarak bilinmektedir. Borçluluk oranına ilişkin taahhüt verilmesiyle şirketin ilave borç almasına bir sınır koyulmakta, böylelikle borç veren tarafın riski azalmaktadır. Çalışma kapsamında incelenen ihraçlardan %30’unda kaldıraç oranıyla ilgili taahhüt verildiği anlaşılmıştır.
- **Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler Oranı:** Şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerine oranı cari oran olarak bilinmektedir. Bu oranın artması şirketin kısa vadeli borç ödeme kabiliyetinin yükseldiğini göstermektedir. Çalışma kapsamında incelenen ihraçlardan %10’unda cari oranla ilgili taahhüt verildiği

anlaşılmıştır. İhraççı taahhütleri incelendiğinde bu taahhüt türünün, işletme sermayesi yüksek olan şirketler tarafından daha sık kullanıldığı görülmektedir.

Sınırlayıcı taahhütler: Borçlu şirketin ödeme kabiliyetinin bozulmasına yol açabilecek bazı işlemlerden kaçınmasını sağlamak amacıyla belirlenen kurallar

- **Yeni borç almanın sınırlanması:** Borçlanmanın sınırlanmasıyla alacağın seyreilmesi riskine karşı önlem olarak borç vereni koruyacak bir sermaye tamponu yaratılmaktadır. Şirketin daha sonradan yapacağı borçlanmalarının tümü (teminatlı, ikincil veya sat geri kirala borçlanmalar dahil) daha önceden ihraç edilen menkul kıymetlerin değerini etkilemektedir.
- **İhraçtan elde edilen kaynağın kullanım alanının sınırlanması:** Şirketin menkul kıymet ihracıyla elde ettiği kaynağın sadece belirlenen alanlarda kullanılması yönünde taahhüt verilebilmektedir.
- **Varlık satışının sınırlanması:** Şirket varlıklarından önceden belirlenen bir tutarın veya varlıkların belirli bir oranı aşan kısmının satılamayacağına yönelik taahhüt verilmesidir.
- **Varlık satışından elde edilen gelirin kullanım alanının sınırlanması:** Şirket varlıklarının önceden belirlenen bir tutarının satılması durumunda kullanılabileceği alan ihraççı ile borç veren taraf arasında belirlenebilir.
- **Şirket birleşmesinin sınırlanması:** Borçlu şirketin kaynaklarını kullanarak başka bir şirketi devralmasını engelleyici yönde taahhüt verilmesidir.
- **İş modelinin ve yönetimin değişmesinin sınırlanması:** Şirket tarafından faaliyet alanını ve yönetimini değiştirmeyeceği yönde taahhüt verilmesidir.
- **Yatırımların sınırlanması:** Kurulacak sözleşmeyle, şirketin varlıklarının kompozisyonunda belirli bir orandan fazla bir değişiklik yapılamayacağı yönünde taahhüt verilmesidir.
- **Temettü dağıtımının sınırlanması:** Şirketin borçlanma aracının vadesi boyunca dönem kârının belirli bir tutarını ya da bölümünü dağıtabileceği yönünde taahhüt verilmesidir.

Taahhütlerle İlgili Terimler

Alacağın seyreilmesi: Şirketin sonradan yapacağı borçlanmalarla, önceden borç veren tarafın riskinin artmasıdır.

Borçlanma araçları genel kurulu: Temerrüt durumunda borçlanma aracı sahiplerinin ve şirketin ihtiyaç duyacağı hukuki ve finansal danışmanlığı tek elden yönetmek amacıyla borçlanma aracı sahipleri tarafından kurulan çalışma grubudur.

Cov-lite: Belirli bir finansal durumu sürdürme taahhütleri (maintenance covenant) içermeyen borç sözleşmeleridir.

Cov-loose: Genellikle kaldıraç oranı ve faiz ödeme gücü olmak üzere en fazla iki finansal durumu sürdürme taahhüdünü içeren sözleşmelerdir.

Covenant Protection Index: İhraççı taahhütlerinin yatırımcıyı koruma düzeyini, taahhüt türlerinin mevcut olup olmadığını göz önünde bulundurarak OECD tarafından modellenerek oluşturulan endekstir.

Çapraz temerrüt: Şirketin farklı bir borç sözleşmesine ilişkin yükümlülüğünü yerine getirememesinin, borç veren tarafın ihraççıdan borcunu vadesinden önce geri isteyebilmesini mümkün kılan taahhüt türüdür.

Erken ödeme: İhraççının sözleşmede belirlenen taahhütlere uymaması durumunda borç veren tarafın alacağını vadesinden erken isteme imkânı doğmasıdır.

İhraççı taahhütlerine uyum raporu: Dış denetçiler tarafından hazırlanan, ihraççı taahhütlerine uyumu denetleyen rapordur.

Öncelikli Borç: Sözleşme ile diğer borçlara göre öncelikli olarak temin etme hakkı tanınmış olan borç türüdür.

Tetikleyici olay: Yönetim kontrolünün değişmesi veya kredi notunun düşürülmesi gibi olguların gerçekleşmesinde bağlı olarak yaptırım hakkı tanıyan olaydır.

The Gang of 26: Avrupa’da ihraççı taahhüdü uygulamalarında ortak bir standart geliştirmek üzere 2003 yılında 26 portföy yönetim şirketi tarafından oluşturulan ilk çalışma grubudur.

The Bond Covenant Group: Avrupa’da ihraççı taahhüdü uygulamalarında ortak bir standart geliştirmek üzere Haziran 2010’da İngiliz Sigorta Birliği (Association of British Insurers), Alman Yatırım Fonları Birliği (the Bundesverband Investment und Asset Management), İngiliz Yatırım Yönetimi Birliği (Investment Management Association) ve İngiliz Emeklilik Fonları Birliği (National Association of Pension Funds) tarafından oluşturulan çalışma grubudur.

The Credit Roundtable: ABD’de ihraççı taahhüdü uygulamalarında ortak bir standart geliştirmek üzere 2007 yılında sermaye piyasası kurumları ve sigorta şirketlerinden oluşan 40 üyenin katılımıyla oluşturulan çalışma grubudur.

Varlık ikamesi: Şirket varlıklarının daha yüksek risk barındıran alanlara yönlendirilmesidir.

Yönetim kontrolünün değişmesi: şirketin oy hakkının %50’sinden fazlasında sahipliğin değişmesi, şirket varlıklarının tamamı veya önemli bir kısmının satışı veya yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun değişmesidir.

KAYNAKÇA

Bratton, W. (2016). Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process.

Covenant Review (2010). The independent review of Corporate bond covenants for the sophisticated investor.

Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2015), "Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance", OECD Corporate Governance Working Papers, No. 16, OECD Publishing, Paris.

Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2020), "Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy", OECD Capital Market Series, Paris.

Doran, M., Charlesworth, J. (2010). Capital markets: new model bond covenants proposed. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-502-8817?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-502-8817?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

Demerjian, P. (2007). Financial Ratios and Credit Risk: The Selection of Financial Ratio Covenants in Debt Contracts.

Improving Covenant Protections in the Investment Grade Bond Market, The Credit Roundtable, (2007)

Matri, Daniela (2017). Covenants and Third-Party Creditors, Empirical and Law & Economics Insights Into a Common Pool Problem.

SPK (2020). Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği Taslağı. <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20200422/1>

White & Case (2019). Restructuring the next wave of cov-lite debt. <https://www.whitecase.com/publications/insight/restructuring-next-wave-cov-lite-debt>

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

