

# GÖSTERGE

KIŞ 2018

ARACI KURUMLAR - 2017/09  
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2017/09  
AVRUPA BİRLİĞİNDE ALTERNATİF YATIRIM FONLARI  
AVUSTRALYA'DA ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMİ  
DÜNYADA MENKUL KIYMETLEŞTİRME  
MİFID II VE ETKİLERİ



**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](http://www.tspb.org.tr) adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: [arastirma@tspb.org.tr](mailto: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

|                                                     |           |
|-----------------------------------------------------|-----------|
| <b>Aracı Kurumlar - 2017/09</b>                     | <b>1</b>  |
| <i>Deniz Kahraman – Onur Salttürk</i>               |           |
| <b>Portföy Yönetim Şirketleri - 2017/09</b>         | <b>23</b> |
| <i>Ceylan Anıl</i>                                  |           |
| <b>Avrupa Birliğinde Alternatif Yatırım Fonları</b> | <b>31</b> |
| <i>Deniz Kahraman</i>                               |           |
| <b>Avustralya’da Özel Emeklilik Sistemi</b>         | <b>41</b> |
| <i>Ceylan Anıl</i>                                  |           |
| <b>Dünyada Menkul Kıymetleştirme</b>                | <b>51</b> |
| <i>Onur Salttürk</i>                                |           |
| <b>MiFID II ve Etkileri</b>                         | <b>67</b> |
| <i>Ekin Fıkırkoca</i>                               |           |

# ARACI KURUMLAR 2017/09

Deniz Kahraman - Onur Salttürk

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumlarından topladığı 2017 yılının ilk dokuz ayına ait faaliyet ve finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

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

## PAY SENETLERİ

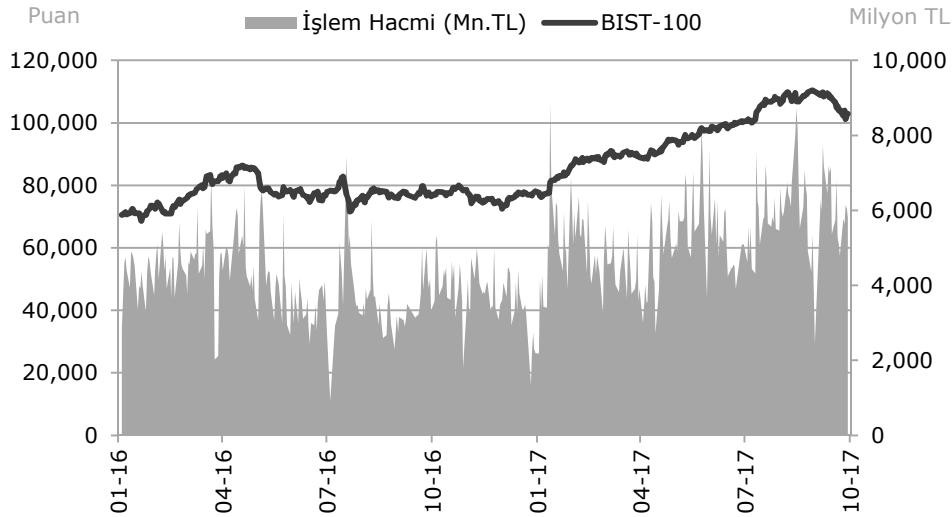
2017 yılına 78.000 civarında başlayan BIST-100 endeksi, yılın ilk dokuz ayını %32 oranında yükselerek 102.908 seviyesinde tamamlamıştır.

2017 yılı üçüncü çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin iyimser beklentiler hâkim olmuştur. Türkiye’de ise ekonomi yönetiminin açıkladığı teşvikler, reel kesim güvenini ve borsada iyimserliği yıl boyunca desteklemiştir.

tir. Avrupa’ya olan ihracattaki artış ve güçlü iç taleple beslenen hızlı ekonomik büyüme itici güç olmuştur.

2017 yılında yabancı yatırımcıların yurtiçi pay piyasasına ilgisinin devam ettiği görülmüştür. Yılın ilk dokuz ayında yabancı yatırımcılar pay senedi piyasasında 1,8 milyar dolarlık net alım yapmıştır.

### Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumların pay senedi (çift taraflı) işlem hacmi darbe girişiminin ardından azalsa da, 2016 yılı son çeyreğinden itibaren toparlanmıştır. Pay senedi işlem hacmi, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde borsa endeksindeki oynaklığa bağlı olarak önceki çeyreğe göre

%16 artmıştır. Pay senedi işlem hacmi, 2017 yılı ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre %32 oranında artarak 2 trilyon TL'ye çıkmıştır.

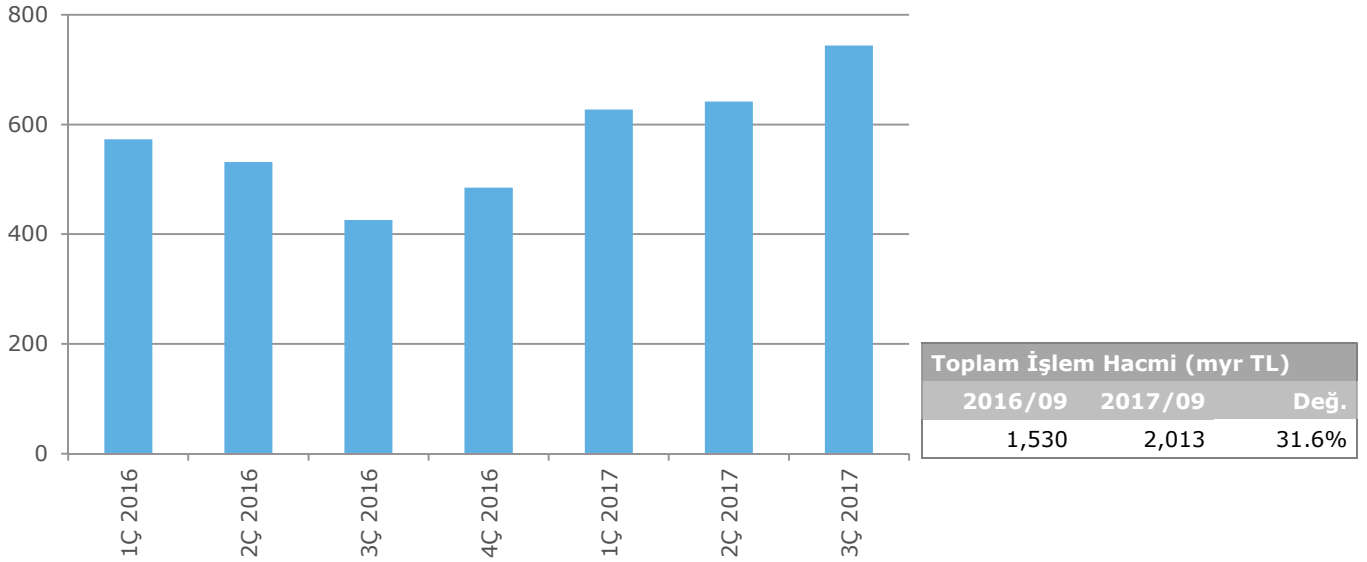
2017/09 döneminde pay senetleri işlem hacminde Garanti, İş ve Yapı Kredi Yatırım'ın ilk üç sırada bulunduğu ve bu kurumların pay senedi toplam işlem hacminin %24'ünü gerçekleştirdiği görülmektedir. Sektörde 59 kurum pay senetlerinde işlem yapmışken toplam hacimdeki payı %1'in altında kalan 33 kurumun işlemlerin yalnızca %11'ini gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır.

Birliğimizin derlediği verilere göre, yurtiçi yatırımcıların pay senedi işlem hacmi, 2017 yılının ilk dokuz ayında, önceki yıla göre %32 oranında artarken, yurtdışı yatırımcı pay senedi işlem hacmi ise %5 oranında

düşmüştür. Bu düşüşte, bir aracı kurumun ana ortağı olan yatırım bankası tarafından devralınması etkili olmuştur. Bilindiği üzere yürürlüğe giren düzenlemeyle birlikte, yatırım bankaları da borsada pay senedi işlemi yapabilmektedir. Bu kurumun işlem hacmi dâhil edildiğinde, yabancıların hacminin yılın ilk dokuz ayında %30 oranında arttığı görülmektedir.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %74'ünün yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcıların 2017 yılı Eylül sonu itibarıyla işlem gören payların yalnızca %34'üne sahiptir.

## Grafik 2: Yatırım Kuruluşlarının Pay Senedi İşlem Hacmi (milyar TL)

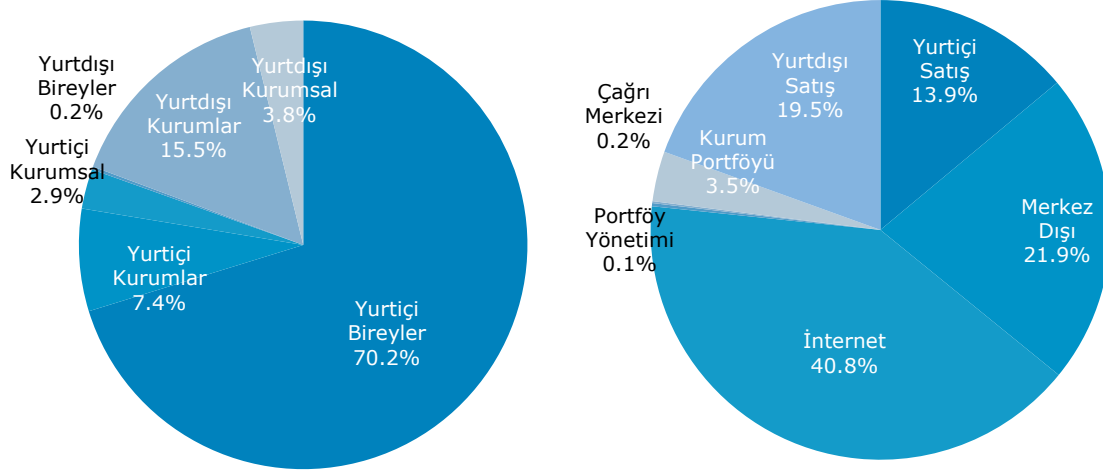


Kaynak: Borsa İstanbul

Pay senedi işlemlerinde yurtiçi bireysel yatırımcıların payının Eylül sonu itibarıyla %70 oranında olduğu, yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlem hacminin sadece %3'ünü gerçekleştirdiği görülmektedir. Borsa İstanbul verilerine göre yabancı yatırımcıların pay senedi işlemlerindeki payı %26 iken, Birliğimizce derlenen verilere göre aracı kurumların pay senedi işlemlerinin %20'si yabancı yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Bu fark, bir yatırım bankası tarafından yapılan pay senedi işlemlerinin Birliğimiz tarafından derlenmemesinden kaynaklanmaktadır. Pay

senedi işlemlerinde aracı kurumların genel merkezlerini ifade eden yurtiçi satış ve pazarlama biriminin payı düşerken, zamanla internetin payının arttığı görülmektedir. İnternet üzerinden yapılan işlemler, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. İnternet üzerinden yapılan işlemlerin oranı 2017'nin ilk dokuz ayında %41 oranındadır. Şubelerin toplam işlem hacmindeki payı %19 olup, merkez dışı birimlerdeki işlemlerin çoğuna karşılık gelmektedir.

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



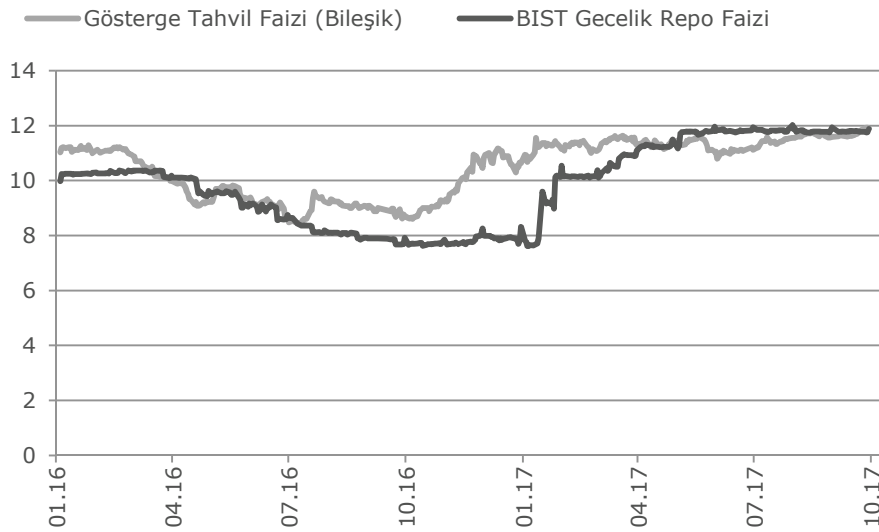
Kaynak: TSPB

## SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

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

2016 yılının son dönemlerinde küresel oynaklığın artmasıyla birlikte yükselen gösterge niteliğindeki devlet tahvilinin faizi, TCMB'nin sıkı para politikasına devam etmesi ve enflasyonun yüksek seyri neticesinde yılın üçüncü çeyreği boyunca hafif bir artışla %12 civarına çıkmıştır.

**Grafik 4: Faiz Oranları**



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

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

len işlem hacimleri aracı kurum ve bankaların, Borsa İstanbul ve borsa dışındaki (tescil) kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemler-

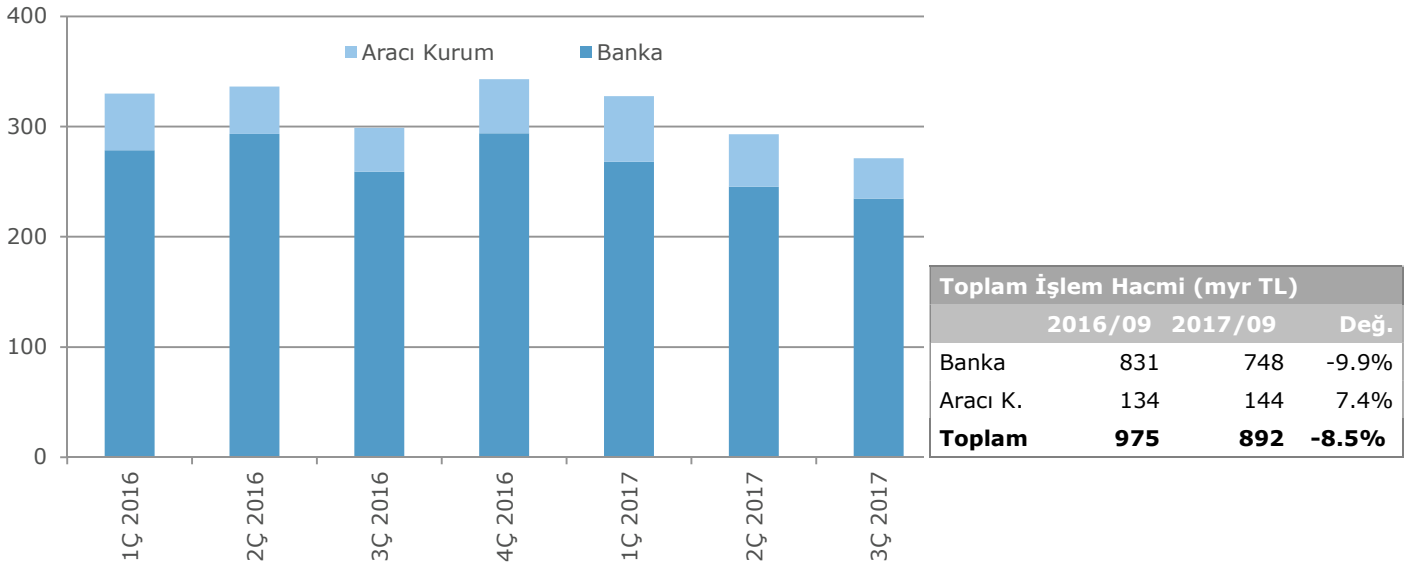
rini kapsamaktadır (çift taraflı). Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemler, toplama dâhil edilmemiştir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri 2017 yılı ilk dokuz ayında önceki yılın aynı dönemine göre %9 oranında düşerek 892 milyar TL'ye gerilemiştir. Toplam hacim gerilerken aracı kurumların işlem hacmi %7 oranında artmış, bu işlemlerde aracı kurumların payı %16'ya çıkmıştır.

Kesin alım satım işlemleriyle benzer şekilde yatırım kuruluşlarının repo/ters-repo işlemleri 2017 yılının ilk dokuz ayında önceki yılın

aynı dönemine göre %47 oranında gerileyerek 6,2 trilyon TL'ye inmiştir. Bu düşüşte, 2016 yılında önemli bir işlem hacmi yaratan TCMB'nin 2017 yılı ikinci çeyreğinden itibaren para politikası çerçevesinde kademeli olarak repo işlemlerini azaltması etkili olmuştur. Bu işlemlerde de hâkim yatırım kuruluşları bankalar olup aracı kurumların bu piyasadaki payları genel olarak %9 civarında kalmaktadır. 2017 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumların toplam işlem hacmindeki payı önceki yılın aynı dönemine göre 5 puan artarak %14'e yükselmiştir. İlerideki tablolarda yalnızca aracı kurumların işlemlerinin detayı incelenmektedir.

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

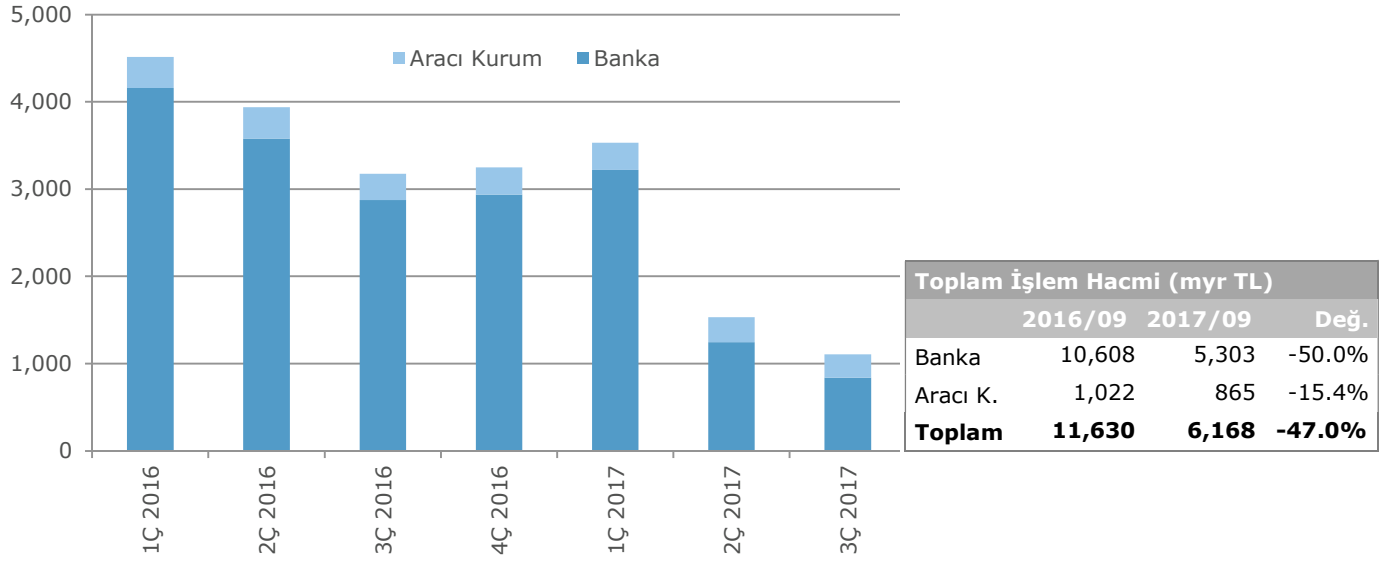


Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı ilk dokuz ayında 38 aracı kurum tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. SGMK işlemlerinde aracı kurumlar arasındaki yoğunlaşma yüksek olup, aracı kurumların tahvil/bono işlemlerinin üçte ikisi, Ak Yatırım ve Yapı Kredi Yatırım tarafından gerçekleştirilmiştir. Aracı kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. 2017/09 döneminde toplam işlem

hacminin %84'ü yurtiçi kurumsal yatırımcılar, %13'ü yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir. SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, işlemlerin %81'inin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir.

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



Kaynak: Borsa İstanbul

Repo/ters-repo işlemleri incelendiğinde, 35 aracı kurum tarafından 2017 yılı ilk dokuz ayında gerçekleştirilen işlemlerin 2016'nın aynı dönemine göre %15 oranında düştüğü görülmektedir.

SGMK'da olduğu gibi aracı kurumların repo işlemlerinde de yoğunlaşma yüksektir. Halk, Ak, Vakıf ve Yapı Kredi Yatırım'ın aracı ku-

## VADELİ İŞLEMLER

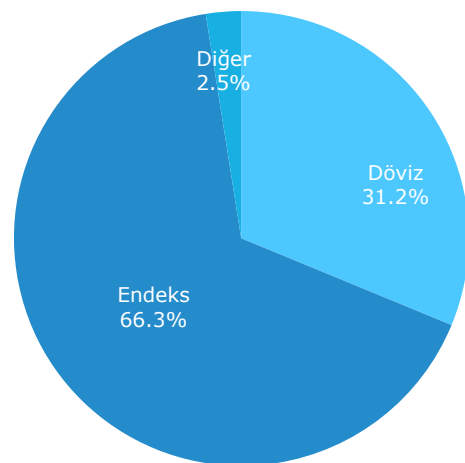
Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir.

2017 yılının ilk dokuz ayında 58 aracı kurum ve 6 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine göre %34 oranında artarak 1,1 trilyon TL olmuştur.

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

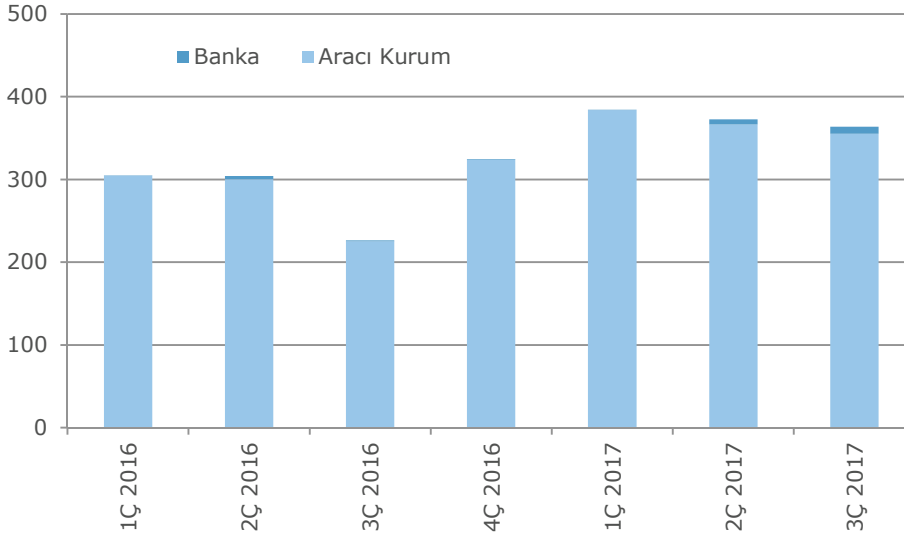
rumlarca yapılan işlemlerin %58'ini gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurum müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcılar, aracı kurumlar üzerinden yapılan repo işlemlerinin %76'sını gerçekleştirmektedir.

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



Kaynak: Borsa İstanbul

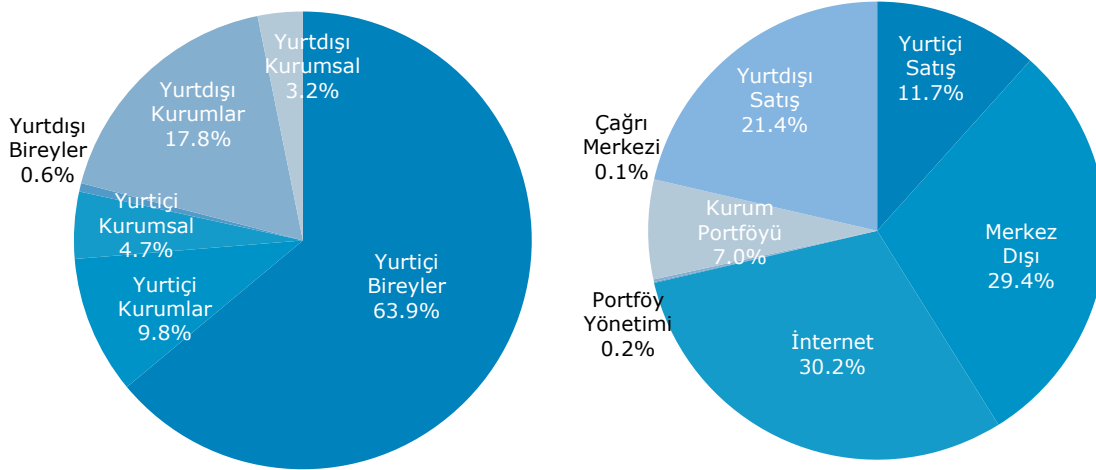
**Grafik 8: Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (milyar TL)**



| Toplam İşlem Hacmi (myr TL) |            |              |              |
|-----------------------------|------------|--------------|--------------|
|                             | 2016/09    | 2017/09      | Değ.         |
| Banka                       | 5.27       | 14.97        | 184%         |
| Aracı K.                    | 830        | 1,106        | 33.2%        |
| <b>Toplam</b>               | <b>836</b> | <b>1,121</b> | <b>34.1%</b> |

Kaynak: Borsa İstanbul

**Grafik 9: Yatırımcı ve Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi (Ocak – Eylül 2017)**



Kaynak: TSPB

2017 yılının ilk dokuz ayında, aracı kurumların vadeli işlemler hacminin %15'ini gerçekleştiren İş Yatırım, bu işlemlerde birinci sırada yer almaktadır. Sırasıyla %12 ve %10 pazar payıyla Garanti ve TEB Yatırım bu kategoride ikinci ve üçüncü sırada bulunmaktadır.

Vadeli işlemlerin yoğunlukla internet, merkez dışı birimler ve yurtdışı satış ve pazar-

lama departmanları tarafından yapıldığı görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, işlemlerin %61'ini gerçekleştirmektedir. Yurtiçi kurumsal yatırımcılar, vadeli işlemler hacminin %5'ini gerçekleştirmektedir. Kurum portföyüne yapılan işlemlerin payı %7 oranındadır.

## OPSİYONLAR

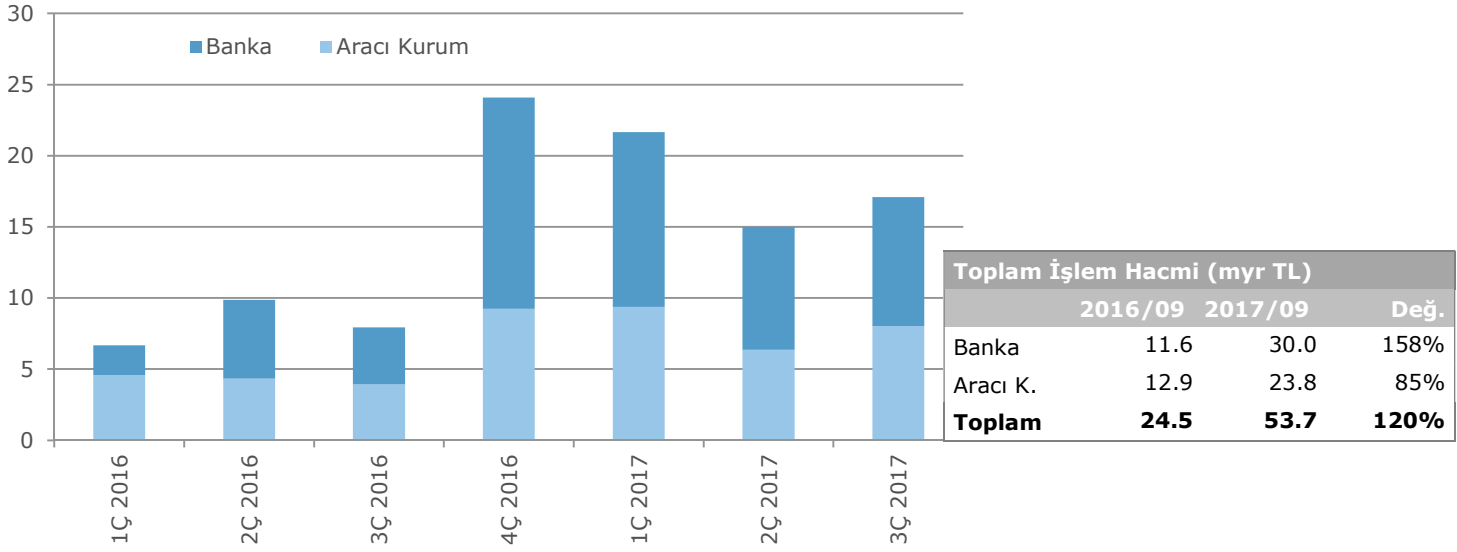
2017 yılı ilk dokuz ayında 30 aracı kurum ve 5 banka toplam 54 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiştir. Bu rakamın 24 milyar TL'si aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir.

2016 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumların opsiyon işlem hacmindeki payı %53 iken,

bu oran karşılaştırılan dönemde bankaların döviz opsiyonlarındaki işlem hacminin artışı-na bağlı olarak %44'e gerilemiştir.

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

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



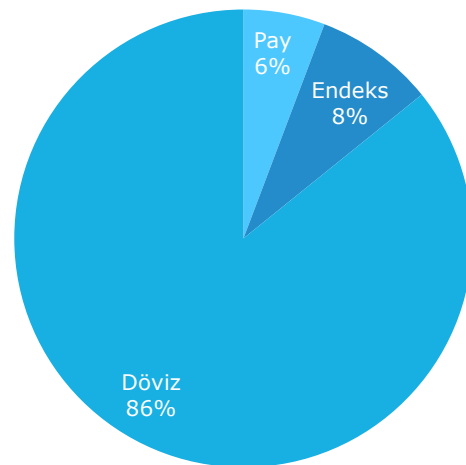
Kaynak: Borsa İstanbul

Dövizli dayanak alan opsiyon işlemleri, 2017 yılı ilk dokuz ayı sonu itibarıyla opsiyon piyasasında gerçekleştirilen toplam işlem hacminin %86'sını oluşturmaktadır.

2017 yılı ilk dokuz ayında aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %69'u yurtiçi bireyler tarafından gerçekleştirilmiştir. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı %7 oranındadır.

Opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %40'ının yurtiçi satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıldığı, %17'sinin ise kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir.

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

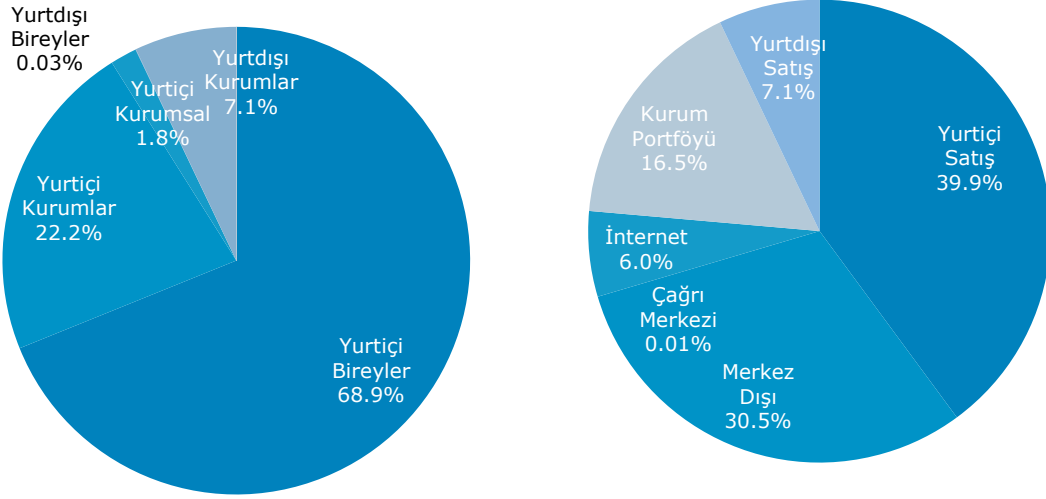


Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumlarca yapılan opsiyon işlem hacminde %25'lik payla Osmanlı Yatırım'ın ilk sırada yer aldığı Ata Yatırım, Yatırım Fi-

nansman, Ak Yatırım ve İş Yatırım'la beraber ilk beş kurumun payının %67'yi bulduğu görülmektedir

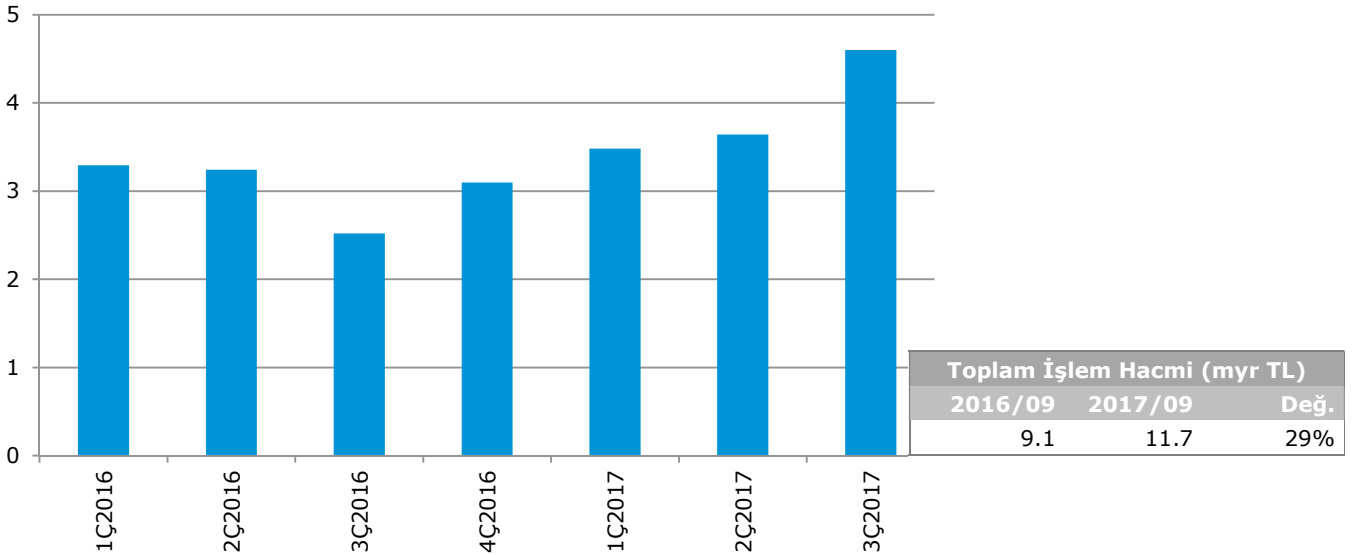
**Grafik 12: Yatırımcı ve Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi (Ocak-Eylül 2017)**



Kaynak: TSPB

## VARANTLAR

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



Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılının ilk dokuz ayında 44 aracı kurum tarafından 11,7 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu tutar bir önceki yılın aynı dönemine göre %29 oranında artmıştır.

Pay senedi işlemlerine benzer şekilde varant işlem hacmi de 3. çeyrekte hayli artmıştır. Varant işlemlerinde hacim ağırlıklı olarak yurtdışı yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu üründe yabancı işlemlerinin tamamı ihraççı

kurum ile piyasa yapıcılığı çerçevesinde yapılan işlemlere ait olup, bu işlemlerin toplamdaki payı %23'tür.

## KALDIRAÇLI İŞLEMLER

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

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

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

2016 sonunda Atig, 2017 yılının ilk çeyreğinde Ekspres Yatırım, faaliyetini geçici olarak durdurmak üzere karar alırken, Ahlatçı Yatırım, ilk defa sermaye piyasası faaliyetine başlamıştır. Bununla beraber, 2017 yılı ikinci çeyreğinde de gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden kurumlar, kapanmaya devam etmiştir. Mayıs ayında Destek Yatırım ve Referans Menkul Değerler faaliyetini durdurma kararı alırken, Haziran ayında ise Polonya merkezli XTB ve Danimarka merkezli Saxo Capital, Türkiye'deki tüm operasyonlarını sonlandırma kararı almıştır.

Varant piyasasında işlemlerin %39'u İş Yatırım, %23'ü Deutsche Securities tarafından çoğunlukla piyasa yapıcılığı faaliyeti kapsamında gerçekleştirilmiştir.

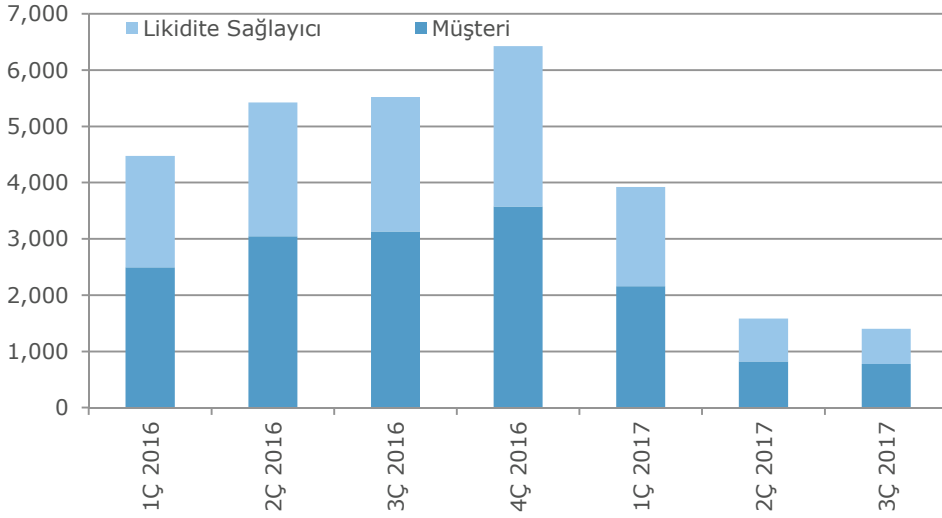
2016 yılı Eylül sonu itibarıyla 43 aracı kurum kaldıraçlı işlem yapmaktayken 2017'de kaldıraçlı işlem yapmakta olan kurum sayısı 38'e gerilemiştir.

Sonuç olarak verisi derlenen 38 aracı kurum 2017 yılı ilk dokuz ayında müşterileri ile toplam 3,7 trilyon TL tutarında kaldıraçlı işlem gerçekleştirmiştir. Kaldıraçlı işlemlere konu olan finansal varlıklara fiyat sağlayan üçüncü tarafları ifade eden likidite sağlayıcılarla yapılan işlemler 3,1 trilyon TL olmuştur. Müşteriler ile yapılan işlem hacminin, likidite sağlayıcı kuruluşlar ile yapılan işlem hacminden yüksek olduğu görülmektedir. Bu fark, bazı aracı kurumların müşterilerin pozisyon riskini taşımasından kaynaklanmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde işlem hacmi bakımından önde gelen aracı kurumlardan bazılarının, pay, vadeli işlemler gibi ürünlerde sınırlı faaliyet gösterdiği, bu kurumların çoğunlukla sadece kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaştığı anlaşılmaktadır. 2017 yılının ilk dokuz ayında en yüksek pazar payına %13 oranıyla GCM'nin sahip olduğu, onu sırasıyla %9'ar payla Işık Menkul Değerler ve Gedik Yatırım'ın takip ettiği görülmektedir.

Diğer yandan kaldıraçlı işlem hacmi düşen bazı kurumların, Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda işlemlerini artırdığı görülmektedir.

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



| Toplam İşlem Hacmi (myr TL) |               |              |               |
|-----------------------------|---------------|--------------|---------------|
|                             | 2016/09       | 2017/09      | Değ.          |
| Müşteri                     | 8,671         | 3,759        | -56.6%        |
| Lik. Sağ.                   | 6,753         | 3,152        | -53.3%        |
| <b>Toplam</b>               | <b>15,425</b> | <b>6,911</b> | <b>-55.2%</b> |

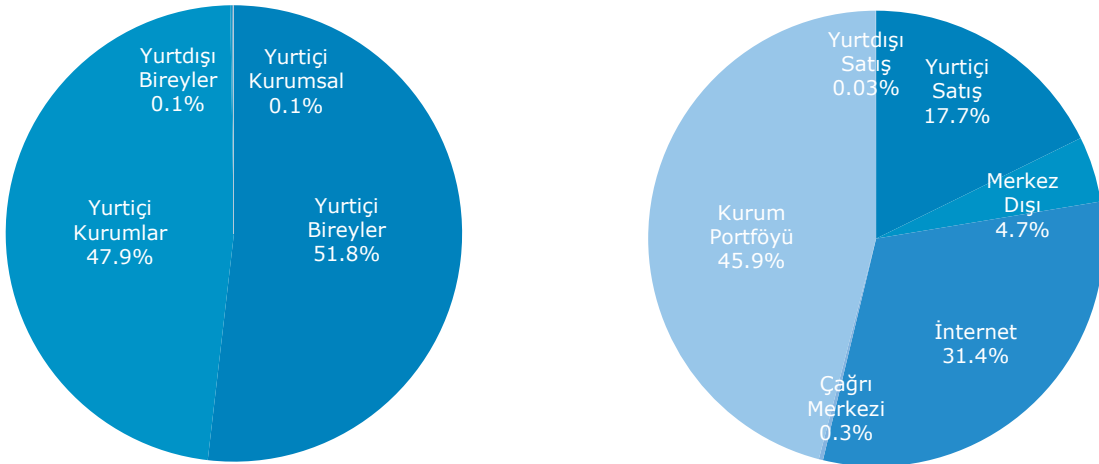
Kaynak: TSPB

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

2017 yılının ilk dokuz ayında kaldıraçlı işlemlerde internet kanalını kullanma oranı %31

iken, işlemlerin %18'i yurtiçi satış departmanı aracılığıyla yapılmaktadır. Pay piyasası, vadeli işlemler gibi piyasaların aksine kaldıraçlı işlemlerde merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki yerinin düşük olduğu görülmektedir.

**Grafik 15: Yatırımcı ve Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi**



Kaynak: TSPB

## AÇIĞA SATIŞ, KREDİLİ ve ÖDÜNÇ İŞLEMLER

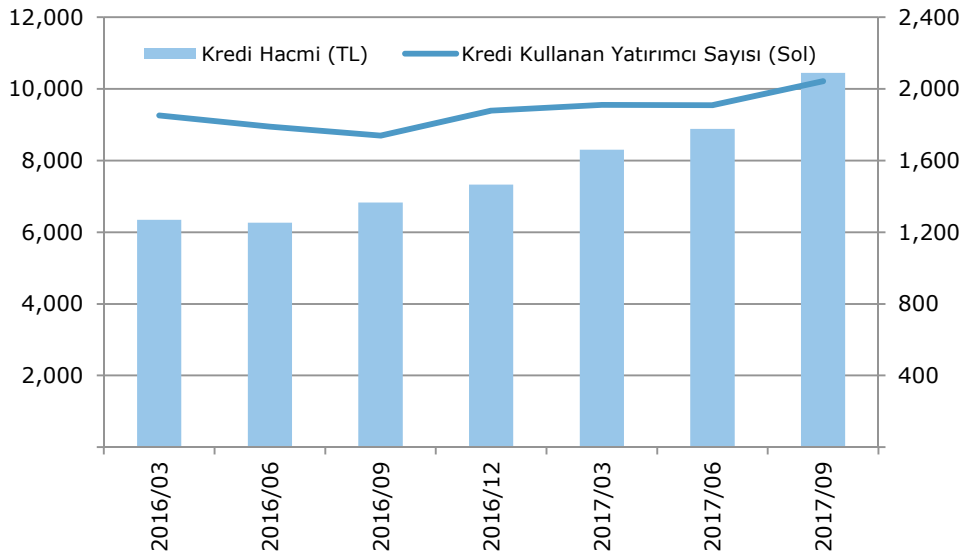
Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, 2017 yılının dokuz ayında 2016 sonuna göre %43 oranında artarak 2,1 milyar TL ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. BIST-100 endeksinin de aynı dönemde %32 oranında yükseldiği göz önüne alındığında, kredi bakiyesindeki artış endeksteeki yükselişle kısmen açıklanabilir.

Kredili işlem bakiyesinin yarısını banka kökenli 4 aracı kurum oluşturmaktadır. Kredi kullanan yatırımcı sayısı, 10.218 kişi olur-

ken, yatırımcı başına kredi hacmi 2016 sonunda 156.012 TL iken bu dönemde 204.473 TL'ye yükselmiştir. Kredi bakiyesi en yüksek ilk 4 kurumda bu ortalama 700.000 TL'ye yaklaşmaktadır.

Bununla beraber, kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar dâhil değildir.

**Grafik 16: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri**



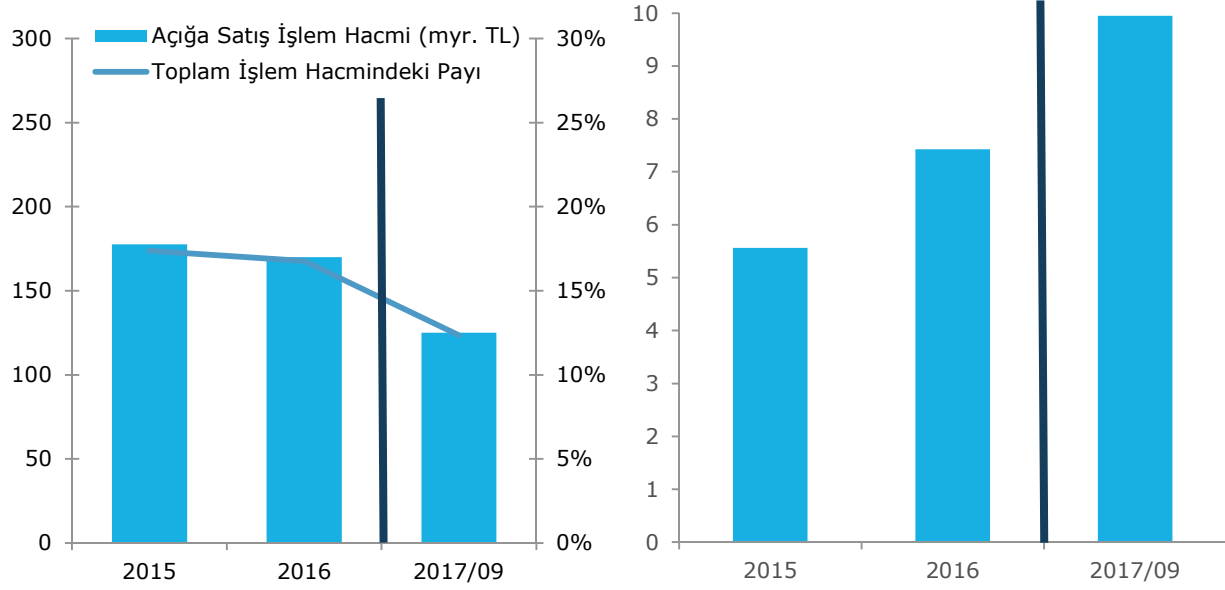
Kaynak: TSPB

Borsa İstanbul'da gerçekleşen açığa satış işlemleri, 2017 yılı ilk dokuz ayında 125 milyar TL olmuştur. 2016 yılında %17 oranında olan açığa satış işlemlerinin toplam işlem hacmindeki payı, 2017 yılı ilk dokuz aylık dönemi itibarıyla %12'ye gerilemiştir.

Bu oranın düşüşünde, borsa endeksinin yükselmeye devam edeceğini düşünen yatırımcıların açığa satış işlemi yapmaktan uzak durmasının etkisi olabilir.

Ödünç pay piyasası işlem hacmi ise 9,9 milyar TL ile 2016 tamamındaki tutarı aşmıştır.

**Grafik 17: Açığa Satış ve dnc Pay Piyasası İşlemleri (milyar TL)**



Kaynak: Borsa İşstanbul

## KURUMSAL FİNANSMAN

**Tablo 1: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)**

|                                     | 1 2016    | 2 2016    | 3 2016    | 4 2016    | 1 2017    | 2 2017    | 3 2017    |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Birincil Halka Arz                  | 1          | 1          | 0          | 0          | 0          | 4          | 0          |
| İkincil Halka Arz                   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Tahvil-Bono İhracı                  | 165        | 188        | 166        | 183        | 212        | 218        | 285        |
| şirket Sat. Alma/Birl.-Alış Tarafı  | 1          | 1          | 1          | 1          | 0          | 1          | 1          |
| şirket Sat. Alma/Birl.-Satış Tarafı | 1          | 6          | 2          | 2          | 4          | 2          | 2          |
| Finansal Ortaklık                   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Sermaye Artırımı                    | 17         | 6          | 4          | 1          | 16         | 4          | 15         |
| Temettü Dağıtım                     | 23         | 4          | 8          | 9          | 23         | 4          | 10         |
| zelleştirme Projeleri-Alış Tarafı  | 1          | 0          | 0          | 0          | 1          | 1          | 0          |
| zelleştirme Projeleri-Satış Tarafı | 0          | 0          | 0          | 1          | 0          | 0          | 3          |
| Diğer Danışmanlık                   | 25         | 17         | 31         | 17         | 35         | 13         | 32         |
| <b>Toplam</b>                       | <b>234</b> | <b>223</b> | <b>212</b> | <b>214</b> | <b>291</b> | <b>247</b> | <b>348</b> |

Kaynak: TSPB

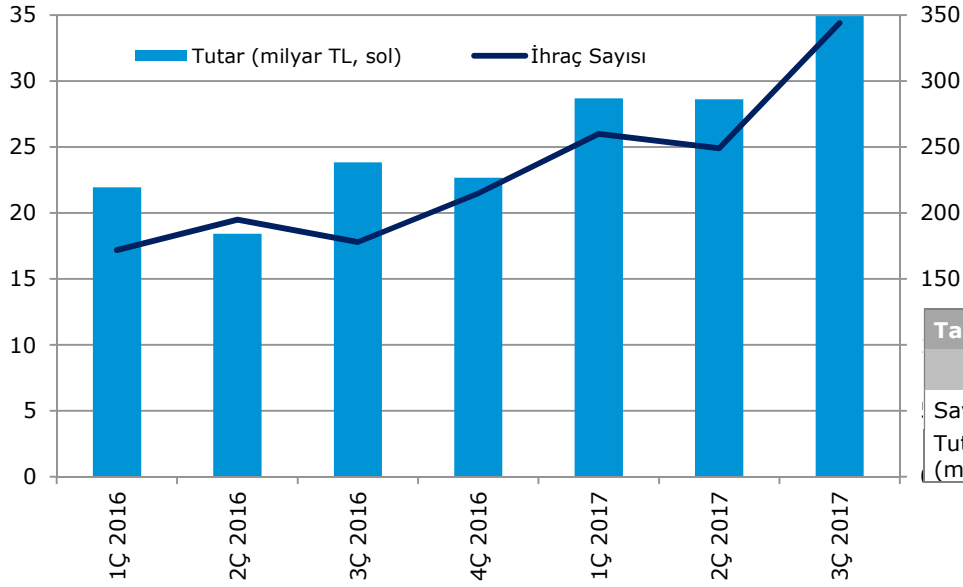
2017 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumlar 951 adet yeni kurumsal finansman projesi almış, toplamda 715'i tahvil ihracı olmak üzere toplam 886 adet proje tamamlanmıştır.

Aracı kurumların kurumsal finansman departmanlarının daha fazla gelir yaratabildiği, satış alma birleşme ve zelleştirme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 2017 yılı nceyreğinde toplamda 6 proje tamamlanmıştır. Böylelikle, 2017 yılı ilk dokuz ayında tamamlanan zelleştirme ve satış

alma ve birleşme projesi sayısı toplam 15 olmuştur.

Diğer yandan, genellikle menkul kıymet ihralarının ihtiyaç duyduğu, değerleme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsayan 80 diğer danışmanlık sözleşmesi yılın ilk dokuz ayında tamamlanmıştır.

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



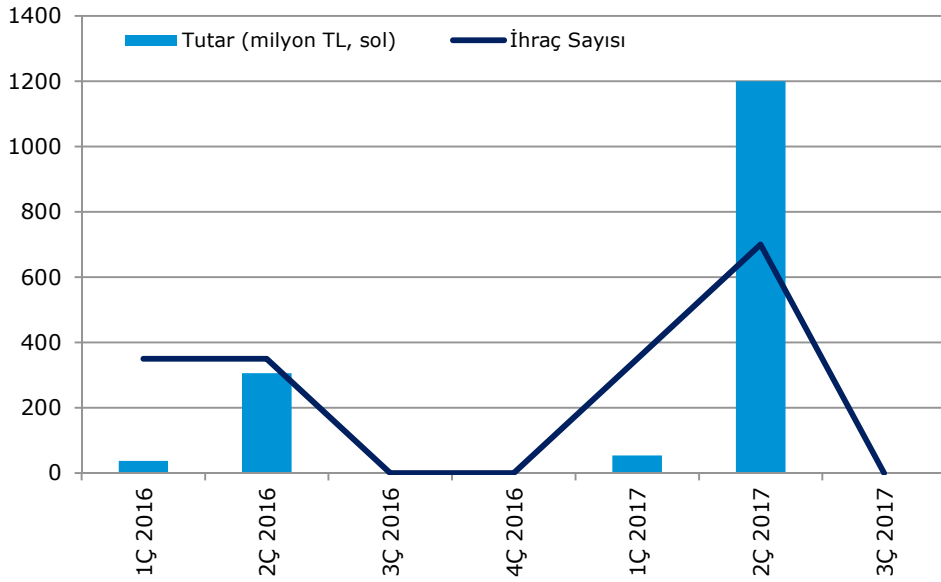
| Tahvil İhraçları |         |         |       |
|------------------|---------|---------|-------|
|                  | 2016/09 | 2017/09 | Değ.  |
| Sayı             | 545     | 853     | 56.5% |
| Tutar (myr TL)   | 64      | 92      | 43.7% |

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı ilk dokuz ayında, borsada 853 adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiş ve 92,2 milyar TL'lik hasılat elde edilmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalarca gerçekleştirildiğinden aracı

kurumların tamamlanan tahvil ihracı sayısı ile farklılık göstermektedir. Aynı dönemde aracı kurumlarca 715 adet tahvil ihracı yapılmıştır.

**Grafik 19: Pay Senedi Halka Arzları**



| Pay Senedi Halka Arzları |         |         |      |
|--------------------------|---------|---------|------|
|                          | 2016/09 | 2017/09 | Değ. |
| Sayı                     | 2       | 3       | 50%  |
| Tutar (mln TL)           | 343     | 1.254   | 266% |

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı ilk dokuz ayında, Mistral GYO, Fonet Bilgi Teknolojileri (Ana Pazar) ve Mavi Giyim'in (Yıldız Pazar) halka arzları gerçekleştirilmiştir. Bu arzlardan 1,25 milyar TL tutarında satış hasılatı elde edilmiştir. Bu satış hasılatının 1,17 milyar TL'lik ağırlıklı

kısımının Haziran ayında gerçekleştirilen Mavi Giyim'den kaynaklandığı görülmektedir.

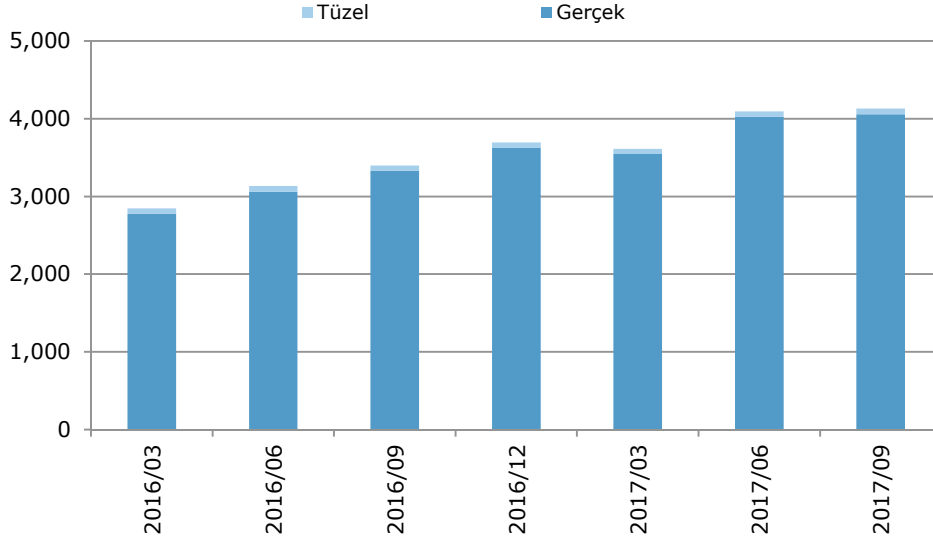
Mart ayında Toplu Konut İdaresi tarafından halka arz edilen gayrimenkul sertifikası ihraçıyla beraber, aracı kurumlar 2017 yılının ilk dokuz ayında 4 adet halka arz tamamlamıştır.

## PORTFÖY YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, aracılık faaliyetleri yanında bireysel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır.

Aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında iş hacmini artırdığı gözlenmiştir.

**Grafik 20: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı**



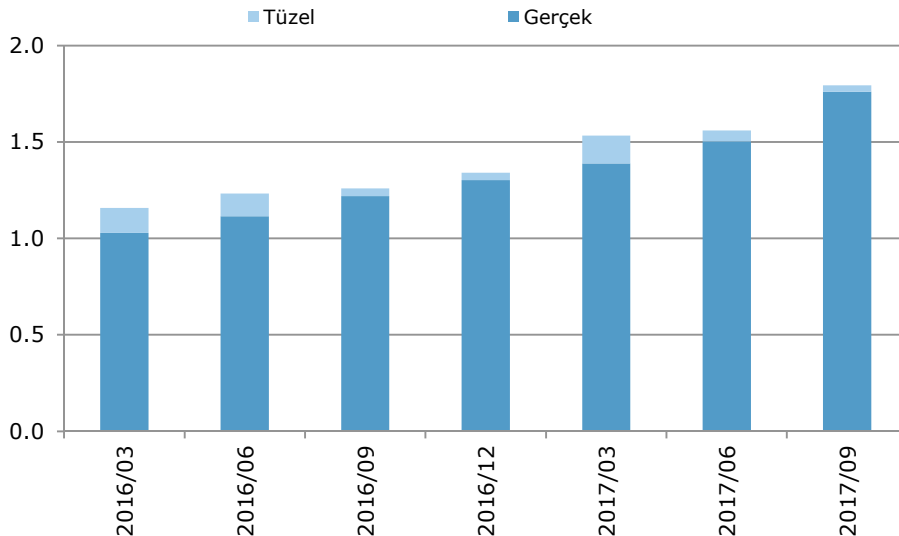
Kaynak: TSPB

2017 yılı ilk dokuz ayında 18 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir. Müşteri sayısının 2015 sonundan itibaren arttığı ve Eylül sonu itibarıyla 4.131 gerçek ve tüzel kişiye ulaştığı görülmektedir. Bununla beraber, müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı

olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Aracı kurumların yönettiği portföy büyüklüğü, Eylül itibarıyla yıl başından bu yana %34 oranında artarak 1,8 milyar TL'ye ulaşmıştır.

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



Kaynak: TSPB

## ERİŞİM AĞI

Aracı kurumlar, genel merkezlerinin yanında müşterilerine şube, irtibat bürosu ve acenteler aracılığıyla da hizmet vermektedir. Eylül 2017 itibarıyla toplam 40 kurumun merkez dışı birimleri bulunup, bu birimlerin %95'inin fazlasının emir iletimine aracılık eden acentelerden oluştuğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte daha önce de değinildiği gibi, merkez dışı birimlerdeki işlemlerin büyük bir kısmı şubeler tarafından gerçekleştirilmektedir.

**Tablo 2: Erişim Ağı**

|                  | 2016/03      | 2016/06      | 2016/09      | 2016/12      | 2017/03      | 2017/06      | 2017/09      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Şubeler          | 331          | 330          | 310          | 310          | 303          | 296          | 298          |
| İrtibat Büroları | 74           | 69           | 67           | 59           | 37           | 37           | 41           |
| Acente Şubeleri  | 7,256        | 6,503        | 6,705        | 6,512        | 6,486        | 6,480        | 6,441        |
| <b>TOPLAM</b>    | <b>7,661</b> | <b>6,902</b> | <b>7,082</b> | <b>6,881</b> | <b>6,826</b> | <b>6,813</b> | <b>6,780</b> |

Kaynak: TSPB

2016 yılında sonra 2017 yılında da aracı kurumlar merkez dışı birimlerini kapatmaya devam etmiştir. 2016 yılının ilk yarısında 330 olan şube sayısı, 2016 sonunda 310'a, 2017'nin Eylül ayında ise 298'e düşmüştür.

İrtibat bürolarında da 2016 başında 70'in üzerinde olan sayı 2017'de Mart ayı sonunda 37'ye kadar inmiştir. 2017 yılı ilk çeyreğinde

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

yürürlüğe giren foreks düzenlemesinden sonra, gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden kurumlar, aldığı tasarruf tedbirleri kapsamında irtibat bürolarının önemli bir kısmını kapatmıştır. 2017 yılı üçüncü çeyreğinde ise A1 Capital, İş Yatırım, Phillip Capital'in yeni irtibat bürosu açtığı, Alan Yatırım'ın bir irtibat bürosunu kapattığı görülmektedir.

## ÇALIŞAN PROFİLİ

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

Aracı kurumların personel sayısı 2017 yılı ilk çeyreğinde 1.378 kişi, yılın ikinci çeyreğinde 303 kişi, üçüncü çeyrekte ise 56 kişi azalmıştır. Bununla beraber, sektör genelinde personel sayısının azalma eğiliminde olduğu

görülmektedir. 2017 yılı ilk dokuz ayında 53 kurum personel sayısını azaltırken, sadece 11 kurum personel sayısını artırmıştır.

Sonuçta, aracı kurumların çalışan sayısı, 2017'nin ilk dokuz ayında 2016 yılsonuna göre 1.737 kişi azalmış küresel finans krizi etkilerini içeren 2009 sonundan bu yana en düşük seviye olan 4.741 kişiye gerilemiştir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı, 2016 yılı sonunda 91 kişiye, bu dönemde 73 kişiye inmiştir.

İstihdam kaybı departman bazında incelendiğinde, kaybın ağırlıklı olarak yurtiçi satış - pazarlama birimleri (690 kişi) ve merkez dışı birimlerde (455 kişi) olduğu görülmüştür. Bu

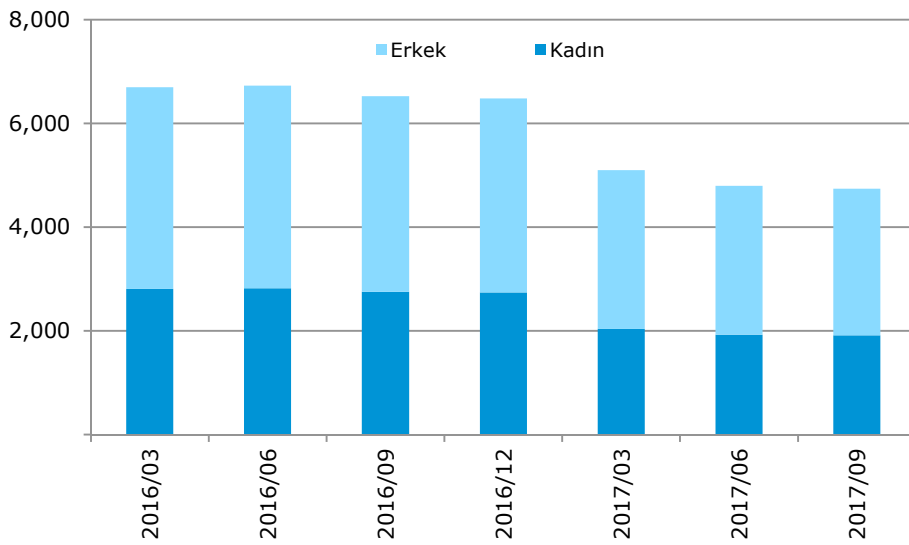
iki birimde yaşanan istihdam kaybı, toplam istihdam kaybının üçte ikisini oluşturmuştur.

İstihdam kaybı tecrübe ve yaş bazında incelendiğinde, sene sonuna göre toplam istihdam kaybının hemen hemen yarısının 2 yılın altında tecrübeye sahip çalışanlardan ileri geldiği gözlenmektedir. Çalışan sayısındaki azalışın yaş dağılımına bakıldığında, 18-25 yaş aralığındaki istihdam kaybının (604 kişi)

toplam kaybın %35'ini oluşturduğu görülmektedir.

Çalışanların cinsiyet dağılımı incelendiğinde, foreks düzenlemesi sonrasında, ağırlıklı olarak satış ve pazarlama departmanında çalışan kadınların işini kaybetmesiyle, kadın personel sayısında 2016 yılı sonuna göre 829 kişi düşüş görülmektedir. Böylelikle, aracı kurumlarda çalışan kadınların oranı %42'den %40'a gerilemiştir.

**Grafik 22: Aracı Kurumların Çalışan Sayısı**



Kaynak: TSPB

2017 yılı ilk dokuz ayında personel sayısını en fazla azaltan şirketler, GCM (337 kişi), Destek Yatırım (251 kişi) ve Işık Menkul Değerler (226 kişi) olmuştur. Personel sayısını azaltan bu şirketlerden Destek Yatırım, 27 Kasım 2017 tarihi itibarıyla SPK'nın onayıyla birlikte sermaye piyasası faaliyetini iki yıl süreyle geçici olarak durdurmuştur.

Çalışanların departman dağılımına bakıldığında, foreks düzenlemesinin etkilerini daha açık görebilmek mümkündür. Yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde istihdam edilen aracı kurum çalışanları sayısı 2016 sonunda 1.264 kişiye, bu dönemde 574 kişiye, merkez dışı birimlerde çalışanların sayısı 2.005 kişiye, 1.550 kişiye, irtibat bürolarında çalışanların sayısı 565 kişiye 191 kişiye geri-

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

Aracı kuruluşlarda personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların %59'u bu üç birimde çalışmaktadır.

Tablo 3'te görüleceği üzere, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı 2016/12 döneminde 91 kişiye, bu dönemde 73 kişiye gerilemiştir. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde çalışan sayısı aynı dönemler arasında 23 kişiden 13 kişiye inmiştir.

**Tablo 3: Çalışanların Departman Dağılımı**

|                              | Çalışan Sayısı |              | Ortalama Çalışan Sayısı |           |
|------------------------------|----------------|--------------|-------------------------|-----------|
|                              | 2016/12        | 2017/09      | 2016/12                 | 2017/09   |
| Şube, Acente, İrtibat Bürosu | 2,005          | 1,550        | 5                       | 5         |
| Şube                         | 1,421          | 1,359        | 5                       | 5         |
| Acente                       | 19             |              | 1                       | -         |
| İrtibat Bürosu               | 565            | 191          | 10                      | 5         |
| Yurtiçi Satış ve Pazarlama   | 1,264          | 574          | 23                      | 13        |
| Broker                       | 110            | 85           | 2                       | 2         |
| Dealer                       | 277            | 225          | 7                       | 7         |
| Yurtdışı Satış ve Pazarlama  | 197            | 155          | 5                       | 6         |
| Hazine                       | 142            | 128          | 4                       | 4         |
| Portföy Yönetimi             | 36             | 34           | 2                       | 2         |
| Kurumsal Finansman           | 141            | 125          | 3                       | 4         |
| Araştırma                    | 229            | 175          | 4                       | 4         |
| Mali ve İdari İşler          | 802            | 662          | 11                      | 10        |
| İç Denetim-Teftiş            | 204            | 176          | 3                       | 3         |
| İnsan Kaynakları             | 78             | 64           | 2                       | 2         |
| Bilgi İşlem                  | 341            | 246          | 6                       | 4         |
| Diğer                        | 652            | 542          | 10                      | 10        |
| <b>Toplam</b>                | <b>6,478</b>   | <b>4,797</b> | <b>91</b>               | <b>73</b> |

Kaynak: TSPB

## FİNANSAL TABLOLAR

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

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

dokuz ayı itibarıyla Eylül 2016'ya göre %15 artarak 23 milyar TL'ye çıkmıştır.

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

Toplam varlıkların 12 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 8 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. Toplam varlıklardaki artışın büyük kısmı nakit ve nakit benzerlerinde takip edilen mevduat ile kısa vadeli ticari alacaklardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

**Tablo 4: Aracı Kurumların Özet Bilançosu (milyon TL)**

|                                        | 2015          | 2016          | 2016/09       | 2017/09       | % Değişim     |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                 | <b>14,242</b> | <b>20,109</b> | <b>18,678</b> | <b>22,167</b> | <b>18.7%</b>  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri              | 7,796         | 12,111        | 10,873        | 12,245        | 12.6%         |
| Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)      | 1,142         | 1,054         | 975           | 1,539         | 57.9%         |
| Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)         | 4,814         | 6,259         | 6,131         | 7,645         | 24.7%         |
| Diğer                                  | 490           | 685           | 699           | 739           | 5.8%          |
| <b>Duran Varlıklar</b>                 | <b>1,070</b>  | <b>1,069</b>  | <b>1,505</b>  | <b>1,116</b>  | <b>-25.8%</b> |
| Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)      | 593           | 591           | 1,073         | 645           | -39.9%        |
| Diğer                                  | 477           | 477           | 432           | 471           | 9.0%          |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                | <b>15,312</b> | <b>21,178</b> | <b>20,183</b> | <b>23,284</b> | <b>15.4%</b>  |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>       | <b>11,180</b> | <b>16,703</b> | <b>15,510</b> | <b>18,727</b> | <b>20.7%</b>  |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar               | 6,806         | 10,814        | 9,864         | 11,773        | 19.3%         |
| Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)           | 3,926         | 5,357         | 5,325         | 6,520         | 22.5%         |
| Diğer                                  | 449           | 532           | 321           | 434           | 35.1%         |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>       | <b>122</b>    | <b>139</b>    | <b>565</b>    | <b>109</b>    | <b>-80.7%</b> |
| <b>Özkaynaklar</b>                     | <b>4,010</b>  | <b>4,336</b>  | <b>4,109</b>  | <b>4,448</b>  | <b>8.3%</b>   |
| Ödenmiş Sermaye                        | 2,288         | 2,384         | 2,356         | 2,254         | -4.3%         |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları            | 276           | 272           | 272           | 254           | -6.6%         |
| Paylara İlişkin Primler/İskontoları    | 9             | 9             | 8             | 10            | 15.3%         |
| Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler | 82            | 118           | 98            | 133           | 34.8%         |
| Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler    | 535           | 569           | 569           | 583           | 2.4%          |
| Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları            | 388           | 499           | 521           | 661           | 26.9%         |
| Net Dönem Kârı/Zararı                  | 433           | 483           | 284           | 554           | 95.1%         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                | <b>15,312</b> | <b>21,178</b> | <b>20,183</b> | <b>23,284</b> | <b>15.4%</b>  |

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 5'te görüldüğü üzere aracı kurumların 13 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir. Karşılaştırılan

dönemde yaşanan artışın büyük bir kısmı 3 aydan kısa vadeli mevduatlarda yaşanmıştır.

Eylül 2017 itibarıyla pay senedi ile çeşitli kısa vadeli finansal yatırımları içeren diğer finansal araçlar bir ve üç kat artarak sırasıyla 489 ve 199 milyon TL'ye ulaşmıştır.

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

| Finansal Araçlar | 2015         | 2016          | 2016/09       | 2017/09       | % Değişim    |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Repo ve Mevduat  | 7,584        | 11,826        | 10,641        | 11,904        | 11.9%        |
| Kamu SGMK        | 341          | 254           | 255           | 252           | -1.0%        |
| Özel SGMK        | 392          | 518           | 442           | 598           | 35.4%        |
| Pay Senedi       | 209          | 191           | 236           | 489           | 106.8%       |
| Diğer            | 200          | 91            | 41            | 199           | 381.5%       |
| <b>Toplam</b>    | <b>8,726</b> | <b>12,880</b> | <b>11,616</b> | <b>13,443</b> | <b>15.7%</b> |

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların 19 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 12 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 6,5 milyar TL'sini ise bü-

yük ölçüde aracı kurumların menkul kıymet işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların kısa vadeli borçlanmalarının 7 milyar TL'sini para piyasasına borçlar, 4 milyar TL'sini çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 1 milyar TL'sini banka kredileri oluşturmaktadır. Son bir yılda aracı kurumlarca çıkarılmış tahvil tutarı 1 milyar TL artış sergilemiştir.

Verisi derlenen aracı kurumların sayısı son bir yılda 71'den 65'e düşse de toplam özkaynaklar %8 artarak 4,5 milyar TL olmuştur. Bu dönemde kapanan 6 aracı kurumun 211 milyon TL'lik özkaynağı bulunmaktayken, diğer aracı kurumların özsermayelerini 550 milyon TL artırımlarıyla sektör toplam özsermayesi 340 milyon TL artmıştır.

## GELİR TABLOSU

2017'nin ilk dokuz ayında aracı kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %16 oranında artarak 1,8 milyar TL'ye çıkmıştır.

Aracılık gelirlerinde bir önceki döneme göre hafif gerileme görülse de kurum portföyü karları ile artan kredili işlemler sebebiyle müşteri faiz gelirlerindeki yükseliş toplam gelirlerdeki artışta önemli rol oynamıştır.

| Tablo 6: Aracı Kurumların Gelirleri (milyon TL) |              |              |              |              |              |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                 | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | % Değişim    |
| Aracılık Gelirleri                              | 1,332        | 1,511        | 1,068        | 1,055        | -1.3%        |
| Kurum Portföyü Kar/Zararları                    | 89           | 106          | 77           | 222          | 186.6%       |
| Kurumsal Finansman Gelirleri                    | 170          | 164          | 120          | 152          | 27.1%        |
| Varlık Yönetimi Gelirleri                       | 50           | 37           | 24           | 32           | 34.0%        |
| Müşteri Faiz Gelirleri                          | 210          | 211          | 163          | 232          | 42.8%        |
| Diğer Gelirler                                  | 150          | 147          | 105          | 108          | 3.6%         |
| <b>Toplam</b>                                   | <b>2,001</b> | <b>2,175</b> | <b>1,557</b> | <b>1,802</b> | <b>15.7%</b> |

Kaynak: TSPB

Toplam gelirlerin önemli bir kısmını aracılık gelirleri oluştururken, karşılaştırılan dönemlerde bu gelirlerin yatay seyrettiği, kaldırıcı işlem aracılık gelirlerindeki gerilemeyi diğer kıymetlerin telafi ettiği görülmektedir.

2017'nin ilk dokuz ayında müşterilerle yapılan pay senedi işlemleri önceki döneme göre %23 artarken bu işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri aynı dönemde %30 artmıştır. Sektörün aracı kuruma kalan efektif ortalama pay senedi komisyon oranı da 2016'nın ilk dokuz ayı ile 2017'nin ilk dokuz ayı arasında pek değişmeyerek %0,036 olmuştur.

2017 yılının ilk dokuz ayında türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri işlem hacmindeki yükselişe paralel olarak %29 artışla 156 milyon TL'ye çıkmıştır.

SPK tarafından yapılan düzenlemeler neticesinde 2017'nin ilk çeyreğinin ortasından itibaren kaldırıcı işlem hacmi hızla düşmeye başlamıştır. Yılın ilk dokuz ayında müşteriler ile yapılan işlem hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %55 azalırken, bu işlemlerden elde edilen gelirler nispeten daha az düşerek 235 milyon TL'ye inmiştir. Aynı dönemde 5 aracı kurumun yapılan düzenlemelere paralel olarak kaldırıcı işlemlerini sonlandırdığı, bu alanda işlem yapan kurum sayısının 38'e gerilediği görülmektedir.

Bununla beraber, yılın ilk dokuz ayında kaldırıcı işlemlerden en fazla gelir elde eden GCM, İntegral ve AK Yatırım toplam gelirin %43'ünü oluşturmuştur. Bu kurumların müşteriler ile yapılan kaldırıcı işlemlerdeki payı ise %29'da kalmaktadır.

**Tablo 7: Aracılık Gelirleri (milyon TL)**

|                              | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | % Değişim    |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Pay Senedi                   | 539          | 626          | 471          | 613          | 30.2%        |
| Türev İşlem                  | 150          | 166          | 121          | 156          | 29.0%        |
| Sabit Getirili Menkul Kıymet | 21           | 19           | 14           | 16           | 9.9%         |
| Yabancı Menkul Kıymet        | 21           | 62           | 43           | 35           | -17.5%       |
| Kaldıraçlı İşlem             | 601          | 639          | 420          | 235          | -44.0%       |
| <b>Toplam</b>                | <b>1,332</b> | <b>1,511</b> | <b>1,068</b> | <b>1,055</b> | <b>-1.3%</b> |

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler 2017'nin ilk dokuz ayında %27 artarak 152 milyon TL'ye ulaşmıştır. Halka arz / özel sektör borçlanma aracı ihraç gelirleri bir önceki seneye göre

%43 artarak 104 milyon TL olmuştur. Daha çok bir aracı kurumun yaptığı işlemleri kapsayan şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 27 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

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

|                                   | 2015       | 2016       | 2016/09    | 2017/09    | % Değişim    |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Halka Arz / Tahvil-Bono İhraç     | 95         | 97         | 73         | 104        | 43.0%        |
| Şirket Satın Alma-Birleşme        | 43         | 34         | 24         | 27         | 13.0%        |
| Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı | 3          | 2          | 2          | 2          | -15.4%       |
| Diğer Danışmanlık                 | 29         | 30         | 21         | 19         | -8.3%        |
| <b>Toplam</b>                     | <b>170</b> | <b>164</b> | <b>120</b> | <b>152</b> | <b>27.1%</b> |

Kaynak: TSPB

Tablo 6'da görüleceği üzere, 2016'nın ilk dokuz ayında kurum portföyüne yapılan işlemlerden 77 milyon TL kazanç sağlayan aracı kurumların, 2017'nin aynı döneminde bu karları 222 milyon TL'ye çıkarmıştır. Bu tutarın 84 milyon TL'lik kısmı 2 kurumun pay senedi işlemlerinden, 79 milyon TL'lik kısmı ise gene 2 kurumun portföyüne yaptığı türev işlemlerinden elde ettiği gelirlerden kaynaklanmaktadır.

Yalnızca gerçek ve tüzel yatırımcılara özel portföy hizmeti sunan aracı kurumlar 2017'nin ilk dokuz ayında bu hizmetten 32 milyon TL gelir yaratmıştır.

2017 yılının ilk dokuz ayında aracı kurumların toplam giderleri, kapanan kurumların da etkisiyle, önceki yılın aynı dönemine göre %9 azalarak 1,3 milyar TL olmuştur. 222 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %59'unu 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.

Diğer yandan, diğer pazarlama giderleri yarı yarıya azalırken, bu durumun kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşan aracı kurumların 2017 başında bu işlemlere yönelik yapılan düzenlemeleri takiben pazarlama giderlerini azaltmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin yarısını personel giderleri oluşturmaktadır. Çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri 2016 yılının ilk dokuz ayında göre %15 artarak 13.406 TL olmuştur. Toplam personel gideri azalırken, ortalama personel giderindeki artış, kaldıraçlı işlemlerde yapılan düzenlemeler neticesinde özellikle nispeten daha düşük ücretle istihdam edilen satış ve pazarlama departmanlarında çalışanların işten çıkarılmaları yansıtmaktadır.

**Tablo 9: Aracı Kurumların Giderleri (milyon TL)**

|                                          | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | % Değişim     |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri</b> | <b>300</b>   | <b>387</b>   | <b>276</b>   | <b>222</b>   | <b>-19.8%</b> |
| İşlem Payları                            | 149          | 147          | 109          | 131          | 20.7%         |
| Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri  | 151          | 239          | 168          | 91           | -46.0%        |
| <b>Genel Yönetim Giderleri</b>           | <b>1,419</b> | <b>1,594</b> | <b>1,165</b> | <b>1,092</b> | <b>-6.3%</b>  |
| Personel Giderleri                       | 836          | 950          | 699          | 659          | -5.7%         |
| Amortisman Giderleri                     | 38           | 42           | 31           | 32           | 1.6%          |
| İtfa Payları                             | 6            | 7            | 5            | 5            | -15.6%        |
| Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları     | 10           | 14           | 11           | 8            | -22.3%        |
| Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri       | 45           | 36           | 26           | 23           | -12.2%        |
| Vergi, Resim ve Harç Giderleri           | 85           | 83           | 61           | 48           | -20.6%        |
| Diğer Genel Yönetim Giderleri            | 398          | 462          | 332          | 318          | -4.4%         |
| <b>Toplam</b>                            | <b>1,718</b> | <b>1,981</b> | <b>1,442</b> | <b>1,314</b> | <b>-8.9%</b>  |

Kaynak: TSPB

Sonuç olarak, 2017 yılının ilk dokuz ayında kurum portföyü ve pay senedi aracılık gelirlerindeki artışın etkisiyle toplam faaliyet gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre %16 artarak 1,8 milyar TL olmuştur. Aynı dö-

nemde, faaliyet giderleri ise %9 azalmıştır. Bu nedenle faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 2,5 katına çıkarak 520 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 10: Aracı Kurumların Gelir Tablosu (milyon TL)**

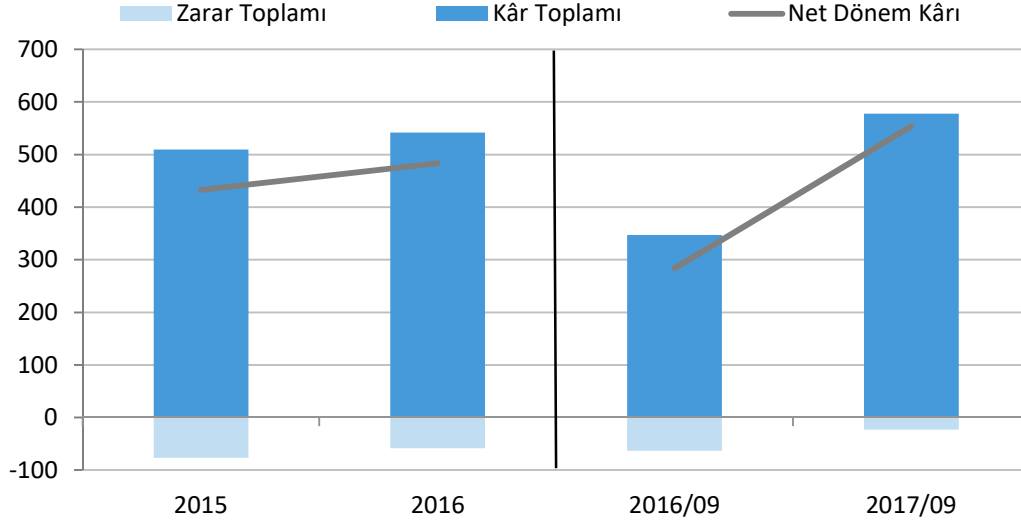
|                                                     | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | % Değişim     |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Satış Gelirleri (Net)                               | 185,113      | 164,222      | 127,633      | 103,732      | -18.7%        |
| Satışların Maliyeti                                 | -183,111     | -162,047     | -126,076     | -101,930     | -19.2%        |
| <b>Brüt Kâr/Zarar</b>                               | <b>2,001</b> | <b>2,175</b> | <b>1,557</b> | <b>1,802</b> | <b>15.7%</b>  |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri               | -299         | -386         | -276         | -221         | -19.7%        |
| Genel Yönetim Giderleri                             | -1,419       | -1,594       | -1,165       | -1,092       | -6.3%         |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri                   | -1           | -1           | -1           | 0            | -47.0%        |
| Diğer Faaliyet Gelirleri                            | 264          | 398          | 243          | 234          | -3.6%         |
| Diğer Faaliyet Giderleri                            | -246         | -261         | -201         | -202         | 0.1%          |
| <b>Faaliyet Kârı/Zararı</b>                         | <b>301</b>   | <b>332</b>   | <b>156</b>   | <b>520</b>   | <b>232.6%</b> |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                   | 39           | 3            | 0.4          | 5.6          | 1485.2%       |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                   | -1           | -2           | -0.1         | -0.1         | -10.4%        |
| İştirak Kâr/Zararlarından Paylar                    | 9            | 17           | 11           | 11           | -0.8%         |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z</b>         | <b>348</b>   | <b>350</b>   | <b>168</b>   | <b>537</b>   | <b>219.6%</b> |
| Finansman Gelirleri                                 | 788          | 1,067        | 748          | 1,048        | 40.2%         |
| Finansman Giderleri                                 | -604         | -816         | -567         | -917         | 61.9%         |
| <b>Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi K/Z</b>   | <b>532</b>   | <b>601</b>   | <b>349</b>   | <b>668</b>   | <b>91.3%</b>  |
| <b>Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Gelir-Gideri</b> | <b>-100</b>  | <b>-118</b>  | <b>-65</b>   | <b>-113</b>  | <b>74.3%</b>  |
| Dönem Vergi Gelir/Gideri                            | -89          | -115         | -61          | -120         | 96.6%         |
| Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri                       | -11          | -3           | -4           | 7            | -266.9%       |
| <b>Dönem Kârı/Zararı</b>                            | <b>433</b>   | <b>483</b>   | <b>284</b>   | <b>554</b>   | <b>95.1%</b>  |

Kaynak: TSPB

Böylece, net finansman gelirleri 2016'nın ilk dokuz ayında 181 milyon TL iken, 2017'nin aynı döneminde 131 milyon TL'ye gerilemiştir. Sonuç itibarıyla, kurum portföyü karları

ve kredili işlem gelirleriyle artan gelirler ve azalan giderlerin etkisi sonucu aracı kurumların kârı %95 artarak 554 milyon TL'ye çıkmıştır.

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



Kaynak: TSPB

2017'nin ilk dokuz ayında en çok kâr eden kurumlar İş Yatırım (126 milyon TL) ile Yapı Kredi Yatırım (72 milyon TL) olurken, incelenen 65 aracı kurumdan 49'u kâr elde etmiştir.

2017'nin ilk dokuz ayında sektörün özsermaye kârlılık oranı, kârdaki artışın özsermayedeki artıştan fazla olmasının etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre 9 puan birden yükselerek %18 olarak gerçekleşmiştir.

| Tablo 11: Aracı Kurumların Kârlılığı |       |       |         |         |
|--------------------------------------|-------|-------|---------|---------|
|                                      | 2015  | 2016  | 2016/09 | 2017/09 |
| Özsermaye Kârlılık Oranı             | 11.2% | 11.7% | 8.8%    | 17.4%   |
| Hisse Başına Kazanç (TL)             | 0.19  | 0.20  | 0.15    | 0.33    |

Kaynak: TSPB

# PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2017/09

Ceylan Anıl

Bu çalışmamızda Birliğimizin portföy yönetim şirketlerinden topladığı 2017 yılının ilk dokuz ayına ait faaliyet ve finansal verileri, önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu dönemde 4'ü gayrimenkul portföyü alanında uzman-

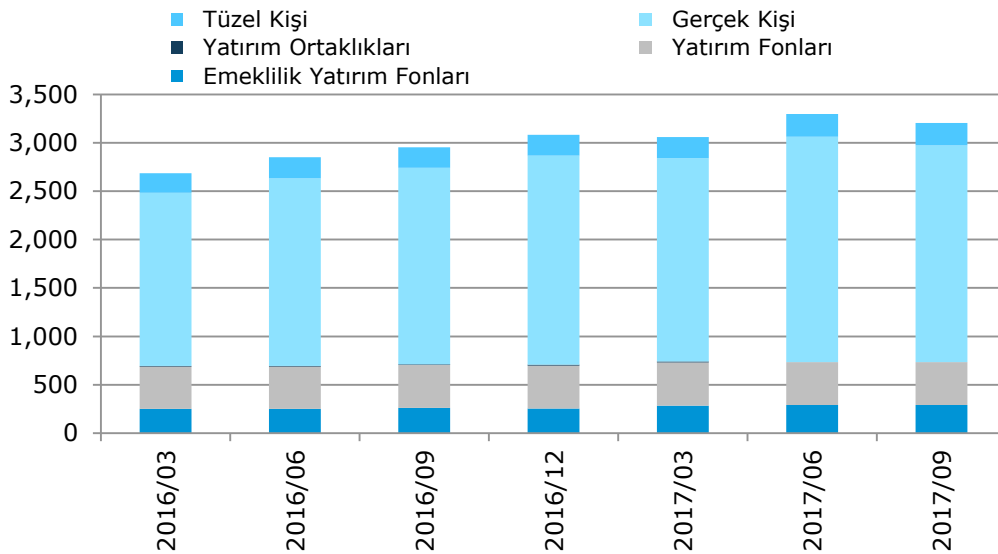
laşmış toplam 48 portföy yönetim şirketinin verileri derlenmiştir. Verilerin detaylarına Birliğimizin [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr) adresindeki internet sitesinden ulaşılabilir.

## PORTFÖY YÖNETİMİ

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

yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır. 2017 Eylül ayı itibarıyla faaliyette olan 48 portföy yönetim şirketi olmasına rağmen, bunlardan 45'i portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır. Yönettiği portföy bulunmayan üç kurumdan biri, başka bir portföy şirketiyle birleşme sürecindedir, biri yeni kurulmuştur, diğeri ise sunduğu hizmetleri yeniden yapılandırmaktadır.

**Grafik 1: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı**



Kaynak: TSPB

2017 yılının Eylül sonu itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden hizmet alan yatırımcı sayısı 2.470'i bireysel portföy yönetimi, 734'ü ise kolektif portföy yönetimi (yatırım fonu ve yatırım ortaklığı) müşterisi olmak üzere toplamda 3.214'dür. Bununla beraber müşteri sayılarını değerlendiren, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Yönetilen toplam portföy büyüklüğü 2016 sonuna göre %21 artışla 147 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu portföy büyüklüğünün yarısını (74 milyar TL) emeklilik yatırım fonları oluşturmaktadır. Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2017 yılında devreye giren Otomatik Katılım Sistemi'ndeki fon büyüklüğü ise, 1,2 milyar TL olmuştur.

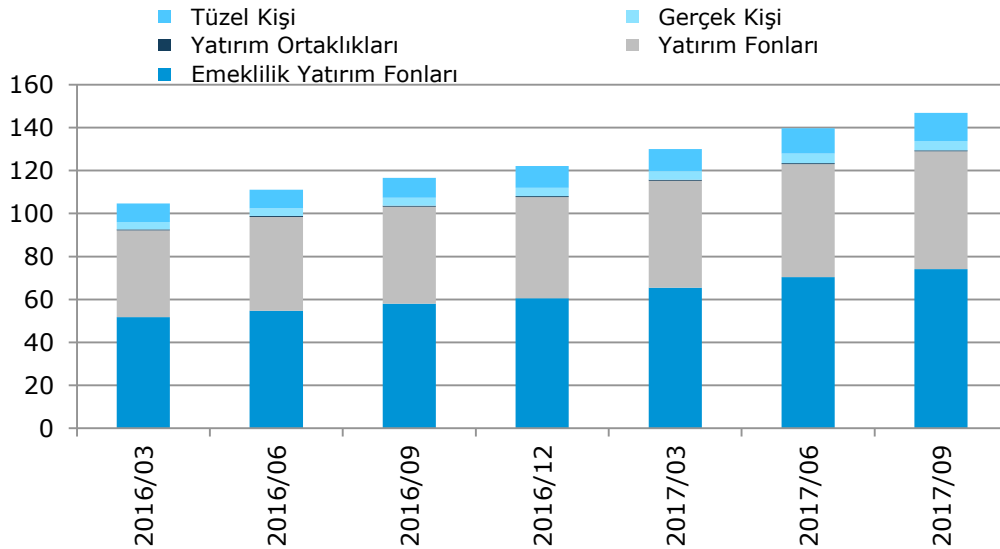
Yatırım fonları ise yılın ilk dokuz ayında %16 oranında büyüyerek 55 milyar TL'yi bulmuştur. Ocak ayından bu yana geleneksel menkul kıymet yatırım fonlarındaki büyüme %8'dir. Bununla birlikte, alternatif fonlardaki büyümenin yatırım

fonlarının büyümesine ciddi bir katkısı olduğu görülmektedir. 2016 sonunda 87 milyon TL olan gayrimenkul yatırım fonlarının portföy büyüklüğü yeni fonların ihracıyla hızlı bir artış göstererek Eylül sonu itibarıyla 2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Serbest fonların portföy büyüklüğü sene sonuna göre %67 artışla 5,3 milyar bulmuştur. 55 milyar TL'lik yatırım fonlarının 4,6 milyar TL'si ise, tek bir kuruma veya kişilere mahsus kurulan özel fonlardan oluşmaktadır.

Toplam portföy büyüklüğünün 17,5 milyar TL'si bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek ve tüzel kişilerindir. 2017 Eylül sonu itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek kişilerin (2.240 kişi) ortalama portföy büyüklüğü 2 milyon TL iken, tüzel yatırımcılarda (230 kurum) bu tutar 57 milyon TL'dir.

2017 Eylül ayı itibarıyla piyasa değeri 30 milyar TL'ye yaklaşan yatırım ortaklıklarının, çok kısıtlı bir kısmı (450 milyon TL) portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmekte, bu miktar portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri toplam portföyün %0,5'inden azını oluşturmaktadır.

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



Kaynak: TSPB

Yönetilen toplam portföy büyüklüğüne kurum bazında bakıldığında, yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Eylül 2017 itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip İş Portföy Yönetimi'nin toplam portföy büyüklüğünün %21'ini yönettiği gözlenmektedir. İkinci sırada yer alan Ak Portföy Yönetiminin payı ise %16'dır. Tamamı banka kökenli ilk dört özel şirket (İş Portföy, Ak Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Garanti Portföy) yönetilen toplam portföy büyüklüğünde %62 paya sahiptir. Takip eden kamu kökenli (Ziraat Portföy, Vakıf Portföy ve Halk Portföy) kurumların payı ise %18'dir.

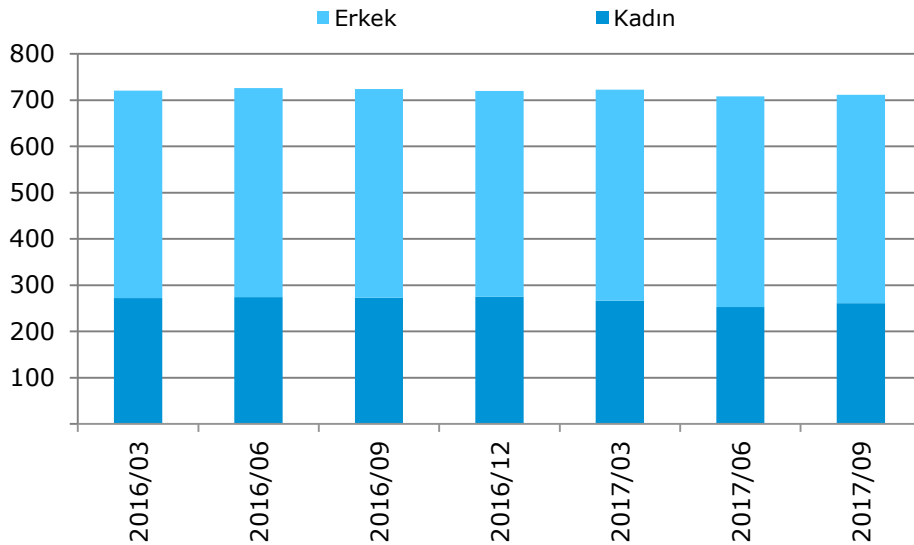
2017 Eylül ayı itibarıyla toplam 25 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Yine banka kökenli portföy yönetim şirketlerinin ağırlıkta olduğu emeklilik yatırım fonlarında, banka kökenli ilk beş portföy yönetim şirketi (Ak Portföy, İş Portföy, Garanti Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Vakıf Portföy) %75'lik paya sahiptir. Banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerinin emeklilik fonu portföyündeki payı %2'dir.

Yatırım fonu yöneten şirket sayısında yıl boyunca bir artış söz konusudur. Yılın üçüncü çeyreğinde üç kurum (Hedef Portföy, Kalender Gayrimenkul Portföy, Omurga Gayrimenkul Portföy) yatırım fonu yönetmeye başlamış, Eylül sonu yatırım fonu yöneten kurum sayısı 45'e ulaşmıştır. İki banka kökenli portföy yönetim şirketi (İş Portföy ve Yapı Kredi Portföy), yatırım fonlarının %40'ını, banka kökenli toplam 18 kurum ise yatırım fonu portföyünün %91'ini yönetmektedir.

2017 Eylül sonu itibarıyla 29 kurumun hizmet sunduğu bireysel portföy yönetiminde de yüksek bir yoğunlaşma bulunmaktadır. Banka kökenli olan 3 şirket (İş Portföy, Ziraat Portföy ve Ak Portföy) yönetilen bireysel portföylerin üçte ikisini yönetmektedir. Bununla beraber, bağımsız şirketlerin bu alandaki pazar payı %25 ile kolektif portföy yönetimine kıyasla çok daha yüksektir. Gerçek kişilerin bireysel portföy yönetiminde, bağımsız portföy yönetim şirketlerinin pazar payı %41'i bulmaktadır.

## ÇALIŞAN PROFİLİ

**Grafik 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Çalışan Sayısı**



Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı Eylül sonuna kadar fazla değişmeyecek 712 kişide kalmıştır. Kurum başına ortalama çalışan sayısı 15'dir. Fakat kurumların yarısından fazlasında, çalışan sayısı 10'dan azdır. Bununla birlikte, İş Portföy ve Yapı Kredi Portföy, sırasıyla 63 ve 60 kişiyle en fazla çalışanı barındırmaktadır. Toplam çalışan sayısına göre sıralamadaki ilk 4 kurumda (İş Portföy,

Yapı Kredi Portföy, Ak Portföy ve Garanti Portföy) çalışanların üçte biri bulunurken, bu kurumların aynı zamanda yönetilen toplam portföy büyüklüğünün %62'sini oluşturan kurumlar olduğu gözlenmektedir.

Cinsiyet dağılımına bakıldığında portföy yönetim şirketlerinde çalışan kadınların oranının %37'de kaldığı gözlenmektedir.

| <b>Tablo 1: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar</b> |                |            |                     |           |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------|------------|---------------------|-----------|
|                                                                             | Çalışan Sayısı |            | Ort. Çalışan Sayısı |           |
|                                                                             | 2016/12        | 2017/09    | 2016/12             | 2017/09   |
| Genel Müdür                                                                 | 48             | 48         | 1                   | 1         |
| Portföy Yönetimi                                                            | 211            | 209        | 5                   | 5         |
| Yurtiçi Satış                                                               | 75             | 77         | 3                   | 4         |
| Yatırım Danışmanı                                                           | 19             | 20         | 2                   | 2         |
| Yurtdışı Satış                                                              | 3              | 3          | 3                   | 3         |
| Araştırma                                                                   | 37             | 36         | 2                   | 2         |
| Risk Yönetimi                                                               | 31             | 31         | 1                   | 1         |
| Fon Hizmet Birimi ve Operasyon                                              | 52             | 54         | 2                   | 2         |
| Mali ve İdari İşler                                                         | 113            | 110        | 2                   | 3         |
| İç Denetim-Teftiş                                                           | 61             | 57         | 2                   | 2         |
| İnsan Kaynakları                                                            | 5              | 3          | 2                   | 1         |
| Bilgi İşlem                                                                 | 11             | 9          | 2                   | 2         |
| Diğer                                                                       | 54             | 55         | 3                   | 3         |
| <b>Toplam</b>                                                               | <b>720</b>     | <b>712</b> | <b>14</b>           | <b>15</b> |

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketleri çalışanlarının %35'inin yüksek lisans veya doktora derecesi bulunmaktadır. Aynı zamanda sektörde çalışanların yarısının iş tecrübesi 15 yılın üzerindedir.

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların departman dağılımı Tablo 1'de sunulmaktadır. Fonları ve müşteri portföylerini yöneten portföy yöneticileri, sektör çalışanlarının %29'unu, en kalabalık meslek grubunu oluşturmaktadır. Bu şirketlerde ortalama beş portföy yöneticisi istihdam edilmektedir. Ortalama çalışan sayısına bakıldığında en kalabalık bölüm olan portföy yöneticiliğini, sadece

20 kurumda bulunan ve ortalama dört çalışanı olan yurtiçi satış takip etmektedir. Yurtdışı satış departmanı ise sadece bir kurumda bulunmaktadır ve bu departmanda sadece üç kişi çalışmaktadır.

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

## FİNANSAL TABLOLAR

2017 Eylül itibariyle portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 656 milyon TL'dir. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %94'ü dönen varlıklardır. Diğer taraftan, varlıkların %91'ini özkaynakların oluşturduğu ve sektörün borçlu-

luk oranının düşük olduğu görülmektedir. 2017 yılı Eylül ayı itibariyle toplam varlıkların %27'sinin ilk iki büyük portföy yönetim şirketinde (İş Portföy ve Garanti Portföy) olduğu görülmektedir.

| Tablo 2: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL) |              |              |              |              |              |
|--------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                              | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | % Değişim    |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                       | <b>472.4</b> | <b>571.4</b> | <b>485.7</b> | <b>617.7</b> | <b>27.2%</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                                    | 315.1        | 367.2        | 347.4        | 435.5        | 25.3%        |
| Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)                            | 96.5         | 132.6        | 92.6         | 121.8        | 31.6%        |
| Diğer Dönen Varlıklar                                        | 60.8         | 71.6         | 45.7         | 60.4         | 32.1%        |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                       | <b>34.4</b>  | <b>37.6</b>  | <b>37.2</b>  | <b>38.6</b>  | <b>3.8%</b>  |
| Maddi Duran Varlıklar                                        | 10.9         | 10.8         | 11.0         | 10.4         | -5.5%        |
| Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)                            | 10.6         | 11.5         | 11.2         | 13.8         | 22.4%        |
| Diğer Duran Varlıklar                                        | 12.9         | 15.2         | 14.9         | 14.5         | -3.3%        |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                                      | <b>506.8</b> | <b>609.0</b> | <b>523.0</b> | <b>656.4</b> | <b>25.5%</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                             | <b>44.7</b>  | <b>48.6</b>  | <b>40.7</b>  | <b>48.4</b>  | <b>18.8%</b> |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                             | <b>6.2</b>   | <b>8.2</b>   | <b>7.3</b>   | <b>9.8</b>   | <b>33.6%</b> |
| <b>Özkaynaklar</b>                                           | <b>455.9</b> | <b>552.2</b> | <b>474.9</b> | <b>598.3</b> | <b>26.0%</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                              | 279.9        | 358.4        | 320.1        | 364.6        | 13.9%        |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları                                  | 11.2         | 11.2         | 12.3         | 11.2         | -8.8%        |
| Paylara İlişkin Primler/İskontoları                          | 5.3          | 5.3          | 5.3          | 5.3          | 0.0%         |
| Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler                       | 0.4          | 1.1          | 0.6          | -0.5         | -188.5%      |
| Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                          | 67.4         | 71.2         | 75.5         | 81.7         | 8.1%         |
| Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları                                  | 1.0          | -5.8         | -6.8         | 32.0         | -571.5%      |
| Net Dönem Kârı/Zararı                                        | 90.8         | 110.7        | 67.9         | 104.1        | 53.4%        |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                                      | <b>506.8</b> | <b>609.0</b> | <b>523.0</b> | <b>656.4</b> | <b>25.5%</b> |

Kaynak: TSPB

### Portföy Yönetim Şirketlerinin Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan bu kurumların esas faaliyet gelirleri; portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere 3 ana kalemden oluşmaktadır. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2017 yılının ilk dokuz ayında portföy yönetim şirketleri 297 milyon TL gelir elde etmiştir. Bu gelirin 197 milyon TL'lik kısmını yatırım fonları gelirleri oluşturmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonla-

rından elde edilen gelirler portföyün büyümesiyle %20 oranından artarken, yeni kurulan gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen 9 milyon TL'lik gelirin de katkısıyla yatırım fonlarından elde edilen gelirlerdeki büyüme %27'ye ulaşmıştır.

Portföy hacmi daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler daha düşüktür. Yine de, emeklilik fonlarındaki büyümeyle beraber bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler %22 büyüyerek 85 milyon TL'ye çıkmıştır. Bireysel portföy yönetiminden ise sektör

14 milyon TL gelir elde etmiştir. Yönetim komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilen yönetim ücreti oranı emeklilik yatırım

fonlarında ve bireysel portföy yönetiminde sırasıyla %0,17 ve %0,13 olmuştur. Bu oran yatırım fonlarında %0,50 olarak hesaplanmaktadır.

| Tablo 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL) |              |              |              |              |              |
|--------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                              | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | Değişim      |
| <b>Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri</b>                    | <b>290.2</b> | <b>333.7</b> | <b>241.3</b> | <b>297.0</b> | <b>23.1%</b> |
| <b>Kolektif Portföy Yönetimi</b>                             | <b>267.7</b> | <b>313.5</b> | <b>226.3</b> | <b>283.2</b> | <b>25.2%</b> |
| Emeklilik Yatırım Fonları                                    | 91.0         | 99.4         | 69.5         | 84.9         | 22.1%        |
| Yatırım Fonları                                              | 176.7        | 211.3        | 154.7        | 196.5        | 27.0%        |
| Yatırım Ortaklıkları                                         | 0.0          | 2.8          | 2.1          | 1.9          | -10.6%       |
| <b>Bireysel Portföy Yönetimi</b>                             | <b>22.5</b>  | <b>20.1</b>  | <b>15.0</b>  | <b>13.8</b>  | <b>-8.2%</b> |
| Gerçek Kişi                                                  | 10.3         | 9.8          | 7.4          | 7.8          | 6.2%         |
| Tüzel Kişi                                                   | 12.2         | 10.3         | 7.6          | 5.9          | -22.1%       |
| <b>Yatırım Danışmanlığı Gelirleri</b>                        | <b>3.9</b>   | <b>3.5</b>   | <b>1.9</b>   | <b>2.1</b>   | <b>10.5%</b> |
| <b>Fon Pazarl. ve Satış Aracılık Gelirleri</b>               | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.1</b>   | <b>0.1</b>   | <b>38.8%</b> |
| <b>TOPLAM</b>                                                | <b>294.1</b> | <b>337.2</b> | <b>243.3</b> | <b>299.2</b> | <b>23.0%</b> |

Kaynak: TSPB

Yatırım fonlarında yönetim ücreti oranı banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerinde banka kökenlilerin (%0,47) neredeyse iki misli kadar %0,80 olarak hesaplanmaktadır. Eylül 2017 itibarıyla yatırım fonlarında bağımsız kurumların yönetilen portföydeki payı %9 civarındadır. Bireysel portföy yönetiminde bu oranlar bağımsız ve banka kökenli kurumlar-

da, sırasıyla %0,24 ve %0,10 olarak hesaplanmaktadır. Bireysel portföy yönetiminde bağımsız kurumların payı Eylül sonunda %25'tir.

Emeklilik fonlarında bağımsız kurumların payı hayli düşük (%2) olduğundan banka kökenli ve bağımsız kurumlar arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

### Portföy Yönetim Şirketlerinin Giderleri

2017'nin son üç ayına girerken portföy yönetim şirketlerinin genel yönetim giderleri 211 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %56'sını oluşturan personel giderleri ise, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %10 oranında yükselmiştir.

2016 sonunda 718 olan sektörde ortalama çalışan sayısı, 2017 Eylül ayı sonun-

da 716'ya düşmüştür. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyetlerini hesaplamak mümkündür. 2016 yıl sonunda 16.960 TL olan bu tutar 2017 Eylül ayında %8'lik bir artış göstererek 18.309 TL olmuştur. Çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise 2017'nin ilk 9 ayında 16.165 TL olmuştur.

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

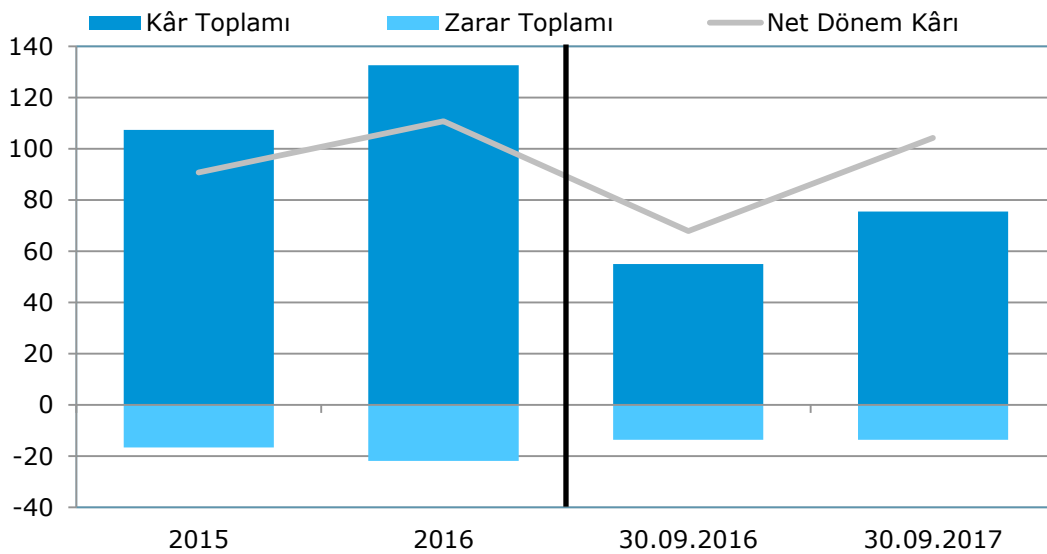
|                                                         | 2015         | 2016         | 2016/09      | 2017/09      | Değişim      |
|---------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Satış Gelirleri (net)                                   | 427.5        | 915.5        | 628.7        | 540.3        | -14.1%       |
| Satışların Maliyeti (-)                                 | -131.5       | -568.5       | -389.4       | -237.4       | -39.0%       |
| <b>BRÜT KAR/ZARAR</b>                                   | <b>296.0</b> | <b>347.0</b> | <b>239.3</b> | <b>302.9</b> | <b>26.6%</b> |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)               | -4.0         | -4.8         | -3.0         | -5.2         | 74.4%        |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                             | -216.5       | -255.1       | -187.2       | -211.3       | 12.9%        |
| <i>Personel Giderleri</i>                               | -109.7       | -146.1       | -107.0       | -117.9       | 10.2%        |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)                   | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 30.5%        |
| Diğer Faaliyet Gelirleri                                | 13.9         | 20.0         | 13.3         | 17.0         | 27.5%        |
| Diğer Faaliyet Giderleri (-)                            | -1.6         | -2.3         | -1.7         | -3.2         | 91.3%        |
| <b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>                             | <b>87.8</b>  | <b>104.8</b> | <b>60.8</b>  | <b>100.2</b> | <b>68.8%</b> |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                       | 15.1         | 18.4         | 14.4         | 17.6         | 22.6%        |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                       | -3.4         | -3.7         | -3.7         | -5.5         | 49.9%        |
| İştirak Kar./Zararlarından Paylar                       | -            | -            | -            | 0.1          | -            |
| <b>FİNANS. GİDERİ ÖNCESİ FAAL. K/Z</b>                  | <b>99.5</b>  | <b>119.5</b> | <b>71.5</b>  | <b>112.4</b> | <b>57.3%</b> |
| Finansman Gelirleri                                     | 19.2         | 25.2         | 18.5         | 22.9         | 23.5%        |
| Finansman Giderleri (-)                                 | -1.3         | -1.8         | -1.4         | -1.6         | 12.8%        |
| <b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR</b> | <b>-26.5</b> | <b>-32.1</b> | <b>-20.8</b> | <b>-29.6</b> | <b>42.8%</b> |
| Dönem Vergi Gelir/Gideri                                | -26.7        | -33.2        | -21.8        | -29.7        | 36.0%        |
| Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri                           | 0.2          | 1.0          | 1.1          | 0.1          | -94.6%       |
| <b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>                                | <b>90.8</b>  | <b>110.7</b> | <b>67.9</b>  | <b>104.1</b> | <b>53.4%</b> |

Kaynak: TSPB

**Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı**

2017/09 döneminde yönetilen portföy büyüklüğü ve gelirlerdeki artış, giderdeki

artışın önüne geçmiş ve faaliyet karı %69 artarak 100 milyon TL olmuştur.

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

Kaynak: TSPB

Net yatırım ve finansman gelirleri ise 28 milyon TL'den 34 milyon TL'ye çıkmıştır. Sonuç olarak, sektörün net dönem kârı %53 artarak 104 milyon TL olmuştur

Grafik 4'te görüleceği üzere, 2017 yılının son çeyreğine girerken 48 portföy yönetim şirketinin 25 tanesi toplamda 18 mil-

yon TL zarar ederken, 23 şirket 122 milyon TL kâr elde etmiştir.

En yüksek kâr eden Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy şirketleri sırasıyla 24 ve 21 milyon TL kâr kaydetmiş, sektör toplam kârının neredeyse yarısını oluşturmuştur.

| Tablo 5: Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı |       |       |         |         |
|--------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|
|                                                  | 2015  | 2016  | 2016/09 | 2017/09 |
| Özsermaye Kârlılık Oranı                         | 23.1% | 23.6% | 21.2%   | 27.3%   |
| Net Kâr/Gelirler                                 | 30.7% | 31.9% | 28.4%   | 34.4%   |

Kaynak: TSPB

Kârdaki artışla beraber, Tablo 5'te görüleceği üzere, portföy yönetim şirketleri-

nin net kârlılık ve özsermaye kârlılığı oranları da artmıştır.

# AVRUPA BİRLİĞİNDE ALTERNATİF YATIRIM FONLARI

Deniz Kahraman

Küresel finans krizinde finansal sistemin yeniden yapılandırılması ve ekonominin canlandırılması amacıyla, gelişmiş ülke merkez bankaları oldukça kapsamlı bir parasal genişleme dönemi başlatmış, politika faizlerini sıfıra yakın düzeye çekmiştir. Bu ortamda, yatırımcıların getiri arayışı, alternatif yatırım fonlarının gelişimini desteklemiştir.

Bu çalışmada, önce Avrupa Birliği'ndeki fon pazarı büyüklüklerine değinilecek, ardından alternatif yatırım fonlarına ilişkin yürürlüğe giren düzenlemeler özetlenecektir. Çalışmanın son bölümünde ise, alternatif yatırım fonu yönetimi sektörünün AB'de önde gelen ülkelerinden olan, Almanya, Fransa ve Lüksemburg örnekleri değerlendirilecektir.

## AB'DE ALTERNATİF FON PAZARI

Avrupa Birliği'nde açık uçlu\* yatırım fonlarının toplam büyüklüğü, Avrupa Fon ve Varlık Yönetimi Birliği (EFAMA) verilerine göre, Eylül 2017 itibarıyla 15 trilyon avro tutarındadır. Alternatif yatırım fonlarının toplam fon büyüklüğündeki payı %40 civarındadır. Tabloda alternatif yatırım fonları sektörü açısından önde gelen Avrupa Birliği üyesi ülkelerdeki fon büyüklükleri gösterilmiştir. Avrupa'daki alternatif fon büyüklüğünün yarısına yakını Birliğin en büyük ekonomileri olan Almanya ve Fransa'da yoğunlaşmıştır.

Yatırım fonlarına ilişkin sundukları vergi ve operasyonel kolaylıklar neticesinde Lüksemburg ve İrlanda da yatırım fonları sektörünün hayli gelişkin olduğu görülmektedir.

Nitekim, 2017 yılı verilerine göre bu ülkelerdeki alternatif yatırım fonları portföy büyüklüğünün milli gelire oranı Lüksemburg'da %1000'i aşarken, İrlanda'da %169'dur. AB'deki alternatif fonların beşte biri de bu iki ülkede bulunmaktadır.

| AB'de Alternatif Yatırım Fonları Büyüklüğü (Milyar Avro) |        |        |        |         |           |
|----------------------------------------------------------|--------|--------|--------|---------|-----------|
| Ülkeler                                                  | 2014   | 2015   | 2016   | 2017/09 | GSYH Payı |
| Almanya                                                  | 1,285  | 1,419  | 1,559  | 1,650   | %45       |
| Fransa                                                   | 932    | 920    | 1,003  | 1,047   | %41       |
| Hollanda*                                                | 74     | 701    | 764    | 802     | %97       |
| Lüksemburg                                               | 517    | 559    | 585    | 656     | %1033     |
| İrlanda                                                  | 388    | 452    | 506    | 551     | %169      |
| İngiltere                                                | 326    | 396    | 381    | 428     | %17       |
| <b>AB Alternatif Fonlar</b>                              | 4,031  | 5,002  | 5,369  | 5,796   |           |
| <b>AB Toplam Fonlar</b>                                  | 10,791 | 12,666 | 13,447 | 14,612  |           |
| <b>Alternatif Fonların Payı</b>                          | 37.4%  | 39.5%  | 39.9%  | 39.7%   |           |

\*2014 yılı için Hollanda'nın bazı verileri toplama dâhil değildir. GSYH payında IMF tahminlerinden yararlanılmıştır.

Kaynak: EFAMA

\*Açık uçlu yatırım fonlarının kapalı uçlu fonlardan farkı, katılma payı sayısının değişken olması ve istenen anda likide edilebiliyor olmasıdır. Yarı açık uçlu fonlarda sadece belirli dönemlerde fona giriş çıkışa izin verilmektedir. Kapalı uçlu fonlar ise sadece belirlenen vade sonunda çıkış mümkündür.

## AB'DEKİ YATIRIM FONU DÜZENLEMELERİ

Avrupa Birliği'ndeki alternatif yatırım fonu uygulamalarını incelemekten önce, Avrupa'da geleneksel yatırım fonlarını düzenleyen UCITS direktifine değinilecektir.

### UCITS

Avrupa Birliği, ilk versiyonu 1985 yılında yayınlanan bir direktifle yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım amacı ile kurulan yapıları tanımlamış, yöneticilerin asgari sermaye yükümlülük koşulları, organizasyon koşulları, yatırım sınırlamaları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve varlıkların saklanması gibi işleyiş esaslarını düzenlemiştir. Bu düzenleme piyasa şartlarına göre güncellenmektedir. Halihazırda UCITS VI adıyla anılan reform çalışmaları sürmektedir.

Direktifin öngördüğü koşulları taşıyan yatırım fonu ve yatırım ortaklığı gibi kolektif yatırım kuruluşları UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) olarak adlandırılmaktadır. Bu direktif ile, yatırım fonlarının Birlik üyesi farklı ülkelerdeki bireysel yatırımcılara sunumu kolaylaşmakta ve yatırımcı hakları gözetilmektedir.

UCITS direktifi, transfer edilebilen menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde yatırım yapan kuruluşları kapsamaktadır. Fonun stratejisine uygun likidite ve risk değerlerine sahip hisse senetleri, tahviller ve türev araçlar gibi yatırım araçları portföye dâhil edilmektedir. Örneğin, UCITS direktifi kapsamındaki bir fon, portföyünün %10'dan fazlasıyla tek bir yatırım aracına, %20'den fazlasıyla tek bir kolektif yatırım kuruluşunun paylarına yatırım yapamaz.

Bu direktif kapsamında öngörülen koşulları taşıyan fonlar, Avrupa Birliği içinde serbestçe yatırımcı sınırlaması olmaksızın tüm yatırımcılara sunulabilmektedir. Nitekim dağınık

Ardından, alternatif yatırım fonlarının yaygınlaşmasıyla birlikte geliştirilen düzenlemeler incelenecektir.

yatırımcıların kolektif yatırımlarının %75'i bu fonlarda değerlendirilmektedir.

UCITS kapsamındaki fon kurucuları için 125.000 avro asgari sermayeye<sup>1</sup> sahip olmak fon yönetmek için de yeterlidir. Portföy büyüklüğünün 250 milyon avroyu aşması durumunda, 250 milyon avroyu aşan her 10 milyon avroluk kısmı için ek %0,02 oranında sermaye artırılması gerekmektedir.

### Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri

#### Direktifi

Kasım 2008'de düzenlenen bir G20 zirvesinde G20 liderleri, yatırımcıların korunması ve finansal istikrarın sağlanması için uygun düzenleme ve denetimin gerekli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu doğrultuda, UCITS direktifinin kapsamında olmayan yatırım fonlarının düzenlenmesi için Avrupa Komisyonu 2009 yılında çalışmalar başlatmıştır.

Avrupa Birliği, 2011 yılı Temmuz ayında yayınlanan Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri Direktifi (AIFMD - Alternative Investment Fund Managers Directive) ile gayrimenkul yatırım fonları, serbest fonlar ve girişim sermayesi gibi UCITS kapsamı dışındaki, alternatif yatırım fonlarını düzenlemiştir. Direktif Temmuz 2013'ten itibaren üye ülkelerde uygulanmaya başlanmıştır.

Bu direktif genel anlamda, AB'deki alternatif yatırım fonu yöneticileri ile AB sınırları içinde kurulu ve/veya bu bölgede pazarlanan alternatif yatırım fonlarının yöneticilerine ilişkin düzenlemeler getirmektedir.

<sup>1</sup> Türkiye'de portföy yönetim şirketi kuruluşu için asgari sermaye yönetilen portföy büyüklüğüne göre 2 ila 10 milyon TL arasında değişmektedir.

AIFMD ile birlikte getirilen yükümlülükleri karşılayan fonlar, AB üyesi tüm ülkelerde belirli kurallara bağlı olarak yatırımcılara sunulabilir hale gelmiştir. AB üyesi ülkeler, fonların pazarlanmasına ilişkin çerçeveyi AIFMD ile uyumlu olarak ülke düzeyinde çıkardığı düzenlemelerle belirlemektedir. Genellikle, alternatif yatırım fonları belirli yatırımcıların katılımına açıkken, örneğin Almanya’da gayrimenkul yatırım fonlarından bazıları tüm yatırımcılara sunulabilmektedir.

Portföye alınabilecek araçlara ilişkin olarak UCITS direktifinde sınırlamalar olsa da, AIFMD kapsamındaki fonlar için, ürünlerin portföydeki payına ilişkin bir sınırlama bulunmamaktadır.

UCITS fonları tüm yatırımcıların katılımına açıkken, vadenin uzun olması ve ürün yapısının karmaşıklığı nedeniyle, AIFMD fonları genellikle nitelikli bireysel ve kurumsal yatırımcılara satılabilmektedir. Bununla beraber, alternatif fonlar da ülke düzenleyicisinin değerlendirmesine bağlı olarak bazı fonlar küçük yatırımcılara da satılabilmektedir.

AIFMD direktifine bağlı olan ve kurucusu olduğu fonu kendi yöneten portföy yöneticileri asgari 300.000 avro sermayeye<sup>2</sup> sahip olmalıdır.

Portföy yöneticileri her fon için hazırlanmış olan periyodik raporları (varlık dağılımı, risk durumu, finansal tablo, fon yönetim ücreti, vb. bildirimleri) düzenleyici otoriteye bildirmekle yükümlüdür. Bu raporlama sıklığı portföy büyüklüğüne göre değişmektedir.

Alternatif yatırım fonları arasında en yaygın olan fon tipleri, nitelikli yatırımcıların katılımına açık olan mutlak getiri hedefiyle yönetilen serbest fonlar, gayrimenkul yatırım fonları, altyapı yatırım fonları, girişim ser-

mayesi yatırım fonları ve fon sepeti fonları olmak üzeredir. Bu yatırım fonları, açık uçlu (değişken katılma payı sayısına sahip) ya da kapalı uçlu (sabit katılma payı sayısına sahip) olarak kurulabilmektedir.

İleride incelenecek olan diğer alternatif fon tipleri, genellikle yatırım vadesinin uzun olması ve önceden belirlenmesi nedeniyle genellikle kapalı uçlu fon niteliğinde kurulmaktadır.

AIFMD’nin getirmiş olduğu sınırlamalar, girişim sermayesi gibi daha esnek yapıya sahip olması gereken yatırım fonlarının gelişimi önünde engel teşkil etmiştir. Bu kapsamda, girişim sermayesi yatırım fonları, uzun vadeli yatırım fonları ve sosyal girişimcilik fonlarına yönelik olarak özel düzenlemeler yapılmıştır.

500 milyon avrodan fazla portföy büyüklüğüne sahip olan alternatif yatırım fonları, AIFMD kapsamı altındadır. 100-500 milyon avro portföy büyüklüğüne sahip ve herhangi bir varlığı kaldıraç kullanılarak elde edilen fonlar da bu direktif kapsamına girmektedir.

500 milyon avrodan daha düşük portföy büyüklüğüne sahip olan girişim sermayesi yatırım fonlarına yönelik olarak, daha esnek sınırlamalara ihtiyaç duyulması nedeniyle ileride incelenecek olan EuVECA düzenlemesi yürürlüğe girmiştir.

### **Girişim Sermayesi Fonları Düzenlemesi**

2013 yılının Nisan ayında yayınlanıp Temmuz ayında yürürlüğe giren “European Venture Capital Funds Regulation” (EuVECA), girişim sermayesi yatırım fonlarına AB çapında yeknesak kurallar getirilerek bu şartlara uyan fonların “EuVECA” etiketiyle pazarlanabilmesini sağlamaktadır. Yönetilen portföy büyüklüğü 500 milyon avroyu aşmayan alternatif portföy yöneticileri, EuVECA düzenlemesine tabidir. Yönetilen portföy büyüklüğünün 500 milyon avroyu aşması durumunda, yönetici AIFMD ile belirlenen şartlara uymak durumunda kalmaktadır.

<sup>2</sup> Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonu ve girişim sermayesi yatırım fonu yönetmek üzere kurulacak portföy yönetim şirketleri için asgari sermaye, yönetilen portföy büyüklüğüne göre 1 ila 5 milyon TL arasında değişmektedir.

Avrupa Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, olarak adlandırılan kolektif yatırım kuruluşları, toplam varlık değerinin en fazla %70'i ile pay, girişim sermayesi yatırım fonları, teminatlı veya teminatsız menkul kıymetlere ve AB'nin KOBİ tanımına giren şirketlere yatırım yapabilmektedir.

Avrupa Birliği'nde 250'den az sayıda çalışanla sahip olup, yıllık cirosu 50 milyon avronun altında veya bilanço büyüklüğü 43 milyon avrodan düşük şirketler KOBİ olarak tanımlanmıştır. EuVECA kapsamında yatırım yapılabilen şirketler, Avrupa Birliği sınırları içinde kurulu olmalı; düzenlenmiş bir piyasada veya alternatif işlem platformunda işlem görmemelidir.

Girişim sermayesi fonları, kurumsal yatırımcılar ile minimum 100.000 avro tutarında yatırım yapan bireysel yatırımcılara açıktır. Bireysel yatırımcılar, yatırım esnasında risklerin farkında olduğuna dair bir sözleşme imzalamaktadır.

EuVECA kapsamında kurucusu olduğu fonu yönetmek isteyen bir portföy yönetim şirketi 50.000 avro asgari sermayeye sahip olmalıdır. 2018 yılı Ocak ayı itibarıyla ESMA verilerine göre, Girişim Sermayesi Fonları Düzenlemesi (EuVECA) kapsamında 136 fon kayıtlıdır.

### **Sosyal Girişimcilik Fon Düzenlemesi**

Avrupa Sosyal Girişimcilik Fon Düzenlemesi (European social entrepreneurship funds - EuSEF) de EuVECA gibi 2013 yılı Temmuz ayında yürürlüğe girmiştir.

Toplumsal sorunlara çare getirmek amacıyla açık ve birincil bir sosyal amaca sahip ve katılımcı organizasyon yapısına sahip, çoğunlukla sosyal inovasyonlar yaratan işletmeler Avrupa Birliği tarafından "sosyal girişim" olarak tanımlanmaktadır. Sosyal girişimlerin Avrupalı şirketlerin %10'unu oluşturduğu ve bu şirketlerde 11 milyon kişinin çalıştığı belirtilmektedir.

EuSEF düzenlemesi ile kuruluş sözleşmesinde amacı ölçülebilir olumlu sosyal etkide bulunmak olan, toplumun marjinal, dezavantajlı veya dışlanmış kesimlerine mal ve hizmet sağlayan veya sosyal hedefine uygun şekilde üretim yapan, ve bu tip işletmelere finansman sağlayan şirketlere yatırım yapan fonlara çeşitli standartlar getirilerek bunların Avrupa çapında EuSEF etiketiyle pazarlanabilmesi sağlanmıştır.

EuSEF fonlarının yatırım yapabileceği işletmelerin temettü dağıtım politikalarının sosyal hedeflerini zedelemeyecek şekilde olması, yönetiminin özellikle işçilerine, müşterilerine ve diğer paydaşlarına yönelik sorumlu ve şeffaf şekilde yürütülmesi de gerekmektedir.

EuSEF düzenlemesi, EuVECA ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Fon, kendi işini kurmak üzere finansman kaynağına ihtiyaç duyan kesimlere ortak olmak suretiyle kaynak sağlamayı amaçlamaktadır. Bu fonlar toplam fon değerinin %70'ini sosyal girişime yönlendirmek zorundadır.

Avrupa Komisyonu, EuVECA ve EuSEF fonlarının yatırımcı sınırlaması ve fon yöneticilerinin asgari sermaye yükümlülüklerini birlikte belirlemiştir. Sosyal girişimcilik yatırım fonlarına da girişim sermayesi fonlarında olduğu gibi, kurumsal yatırımcılar ve minimum 100.000 avro tutarında olmak üzere bireysel yatırımcılar yatırım yapabilmektedir.

EuVECA kapsamında olduğu gibi EuSEF kapsamında kurucusu olduğu fonu yönetmek isteyen bir portföy yönetim şirketi 50.000 avro asgari sermayeye sahip olmalıdır.

Ocak 2018 tarihli verilere göre Avrupa Sosyal Girişimcilik Fon Düzenlemesi (EuSEF) kapsamında 7 fon kurulmuş durumdadır.

### **Uzun Vadeli Fonlar Düzenlemesi**

Avrupa'da sürdürülebilir kalkınma hedefiyle, reel ekonomiyi destekleyecek projelerin finansmanını sağlayacak fonlar için bir düzen-

leme 2015 yılının Haziran ayında yayınlanmış, Aralık ayında uygulamaya girmiştir. Altyapı projeleri, küçük ve orta ölçekli işletmeler gibi alternatif varlık sınıflarına yatırım yapabilen bu kolektif kuruluşlar, ELTIF (European Long-term Investment Funds) kapsamında düzenlenmiştir.

Fonun yapabileceği uzun vadeli yatırımlar, gayrimenkul, halka açık olmayan veya halka açık olup piyasa değeri 500 milyon avro altında olan şirketler, özel sektör borçlanma araçlarının yanı sıra diğer uzun vadeli ELTIF fonları, girişim sermayesi yatırım (EuVECA) ve sosyal girişimcilik fonlarından (EuSEF) oluşabilmektedir. Bu fonlar aktif toplamının %10'undan fazlasını tek bir finansal varlığa yatıramamaktadır. Bu fonların yapamayacağı işlemler arasında, açığa satış, emtia yatırımı, korunma amacını aşan türev araç işlemleri ve fon toplam değerinin %10'unu aşan repo işlemleri yer almaktadır.

Bu yatırım fonlarına bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar yatırım yapabilmektedir. Bireysel yatırımcılar, EuVECA ve EuSEF fonlarına en az 100.000 avro tutarında yatırım yapabilirken, ELTIF fonlarına 10.000 avro tutarla yatırım yapılabilmektedir. Ancak, 500.000 avro altında finansal varlığa sahip olan bireysel yatırımcılar, sahip olduğu toplam varlığın %10'dan fazlasını bu fonlara yatıramamaktadır. Düzenlemede yer alan bu ifade küçük yatırımcının korunmasını amaçlamıştır.

ELTIF'lerin vadesinin 10 yılı aşması durumunda, fon kurucusunun açıkça ürünün bireysel yatırımcılara uygun olmayabileceği uyarısını yayınlanması gerekmektedir. ELTIF'ler genellikle kapalı uçlu fon niteliğinde kurulmakla birlikte, kuruluşundan itibaren 5 yıl içinde toplam fon değerinin %70'ini uzun vadeli yatırımlara yönlendirmek zorundadır. Fonun tasfiye edileceği tarih, genellikle kuruluş esnasında belirlenmektedir.

## ÜLKE UYGULAMALARI

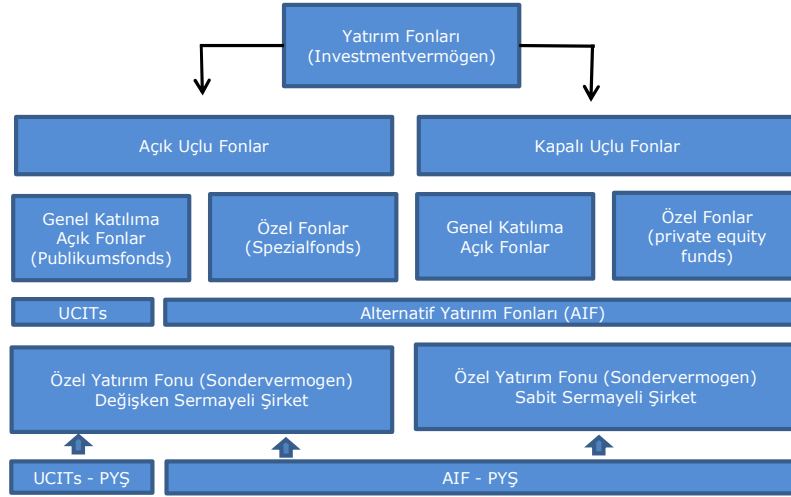
### Almanya

Almanya'da yatırım fonlarını açık ve kapalı uçlu fonlar olarak aşağıdaki şekilde gösterildiği üzere sınıflandırmaktadır. Bu fonların bir kısmı tüm yatırımcıların katılımına açık iken, özel fonlar sadece belirli bir yatırımcı grubuna satılabilmektedir.

Almanya'da 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla açık uçlu yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 2 trilyon avrodur. Bu yatırım fonlarının yaklaşık üçte biri genel katılıma açıkken, geri ka-

lan kısmı sadece profesyonel ve yarı profesyonel yatırımcıların katılımına açıktır.

Almanya'daki mevzuata göre profesyonel yatırımcı, kredi, yatırım ve sigorta kuruluşlarıyla, büyük şirketleri tanımlamaktadır. Yarı profesyonel yatırımcılar ise, minimum 200.000 avro tutarında finansal varlığa sahip olan ve ilgili risklerin farkında olduğuna dair yazılı beyanda bulunan gerçek kişileri tanımlamaktadır.



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

Almanya Merkez Bankası (Bundesbank) verilerine göre, yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 2014 yılında 1 trilyon avrodan, 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla 2 trilyon avroya yükselmiştir. Büyüme alternatif fonlar öncülüğünde gerçekleşmiş, 2014 yılında 1,3 trilyon avro olan alternatif yatırım fonları, 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla 1,6 trilyon avro büyüklüğe ulaşmıştır. Bu dönemde yaşanan büyümenin yarısından fazlasının karma özel fonlardan

ileri geldiği görülmektedir. Bu fonların Almanya'daki toplam fon büyüklüğünün %41'ini oluşturduğu görülmektedir. Sadece belirli bir yatırımcı grubunun katılımına açık olan özel fonların tamamı alternatif yatırım fonu olarak sınıflandırılırken, genel katılıma açık olan fonlar arasında, gayrimenkul yatırım fonları, fon sepeti fonları ve diğer fonlar altında yer alan serbest fonlar alternatif yatırım fonu olarak sınıflandırılmaktadır.

| Almanya'da Açık Uçlu Yatırım Fonları Büyüklüğü (Milyar Avro) |              |              |              |              |
|--------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fon                                                          | 2014         | 2015         | 2016         | 2017/09      |
| <b>Genel Katılıma Açık Fonlar</b>                            | <b>380</b>   | <b>427</b>   | <b>451</b>   | <b>492</b>   |
| Hisse Senedi Fonları                                         | 143          | 166          | 176          | 195          |
| Tahvil/Bono Fonları                                          | 65           | 67           | 71           | 74           |
| Karma Fonlar                                                 | 68           | 81           | 85           | 97           |
| Para Piyasası Fonları                                        | 3            | 3            | 3            | 3            |
| Gayrimenkul Yatırım Fonları                                  | 78           | 81           | 85           | 88           |
| Fon Sepeti Fonları                                           | 17           | 21           | 24           | 27           |
| Diğer Fonlar                                                 | 4            | 6            | 7            | 8            |
| <b>Özel Fonlar</b>                                           | <b>1,217</b> | <b>1,316</b> | <b>1,457</b> | <b>1,538</b> |
| Hisse Senedi Fonları                                         | 76           | 87           | 98           | 109          |
| Tahvil/Bono Fonları                                          | 331          | 322          | 353          | 354          |
| Karma Fonlar                                                 | 656          | 723          | 790          | 835          |
| Para Piyasası Fonları                                        | 1            | 1            | -            | -            |
| Gayrimenkul Yatırım Fonları                                  | 55           | 65           | 76           | 84           |
| Fon Sepeti Fonları                                           | 62           | 78           | 90           | 100          |
| Diğer Fonlar                                                 | 35           | 40           | 47           | 53           |
| <b>Toplam Fonlar</b>                                         | <b>977</b>   | <b>1,137</b> | <b>1,743</b> | <b>2,030</b> |
| <b>UCITS Fonları</b>                                         | 300          | 310          | 330          | 366          |
| <b>Alternatif Yatırım Fonları</b>                            | 1,285        | 1,419        | 1,559        | 1,650        |
| <b>Alternatif Fonların Payı</b>                              | 81.1%        | 82.1%        | 82.5%        | 81.9%        |

\* Bundesbank veri setinde alternatif yatırım fonlarının ayrıştırılamamıştır

Kaynak: Bundesbank, EFAMA

## Fransa

Fransa'da Organismes de placement collectif (OPC) adı verilen kolektif yatırım kuruluşları, açık uçlu olarak tüzel kişiliği olmayan FCP (Fonds Commun de Placement) veya şirket niteliğinde olan yatırım kuruluşu olan SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) şeklinde kurulabilmektedir.

Diğer yandan, yatırım fonları kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşu olan SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe) niteliğinde de kurulabilmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin yapı, şekilde gösterilmektedir.

| UCITS                                         | Alternatif Yatırım Fonları                                                                              | Diğer Alternatif Yatırım Fonları                        | Diğer Kolektif Yatırımlar                          |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| Tüm yatırımcılara sunulabilen yatırım fonları | Girişim sermayesi fonları, inovasyon fonları, yerel fonlar, gayrimenkul fonları, fon sepeti fonları vb. | Düzenleme kapsamında olmayan alternatif yatırım fonları | UCITS veya alternatif yatırım fonu olmayan araçlar |

Kaynak: Autorite Des Marchés Financiers, Investment Funds.

Ülkede UCITS direktifi kapsamında olan OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) fonları tüm yatırımcılara sunulabilmektedir. Bu yatırım fonları, tüzel kişiliği olmayan FCP ve değişken sermayeli yatırım kuruluşu olan SICAV şeklinde kurulabilir.

Ülkede alternatif yatırım fonları, genel amaçlı yatırım fonları (FCP veya SICAV), girişim sermayesi yatırım fonları (Fonds communs de placement à risque - FCPR), inovasyon yatırım fonları (Fonds communs de place-

ment dans innovation - FCPI), yerel yatırım fonları (Fonds d'Investissement de Proximité), perakende gayrimenkul yatırım fonları (Organisme de Placement Collectif Immobilier - OPCI), gayrimenkul yatırım şirketleri (Sociétés Civiles de Placement Immobilier - SCPI), kapalı uçlu yatırım kuruluşları (Sociétés d'Investissement à Capital Fixe - SICAF) ve alternatif yatırım fonlarından oluşan fon sepeti fonları olmak üzeredir.

Tabloda Fransa'da kurulu olan açık uçlu yatırım fonlarının büyüklüğü gösterilmektedir.

| Fransa'da Açık Uçlu Yatırım Fonları Büyüklüğü (Milyar Avro) |              |              |              |              |
|-------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fon                                                         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017/09      |
| Hisse Senedi Fonları                                        | 282          | 302          | 305          | 347          |
| Dengeli Fonlar                                              | 288          | 315          | 326          | 350          |
| Koruma Amaçlı Fonlar                                        | 36           | 28           | 25           | 27           |
| Tahvil/Bono Fonları                                         | 240          | 242          | 254          | 281          |
| Para Piyasası Fonları                                       | 288          | 311          | 345          | 368          |
| Diğer Fonlar*                                               | 466          | 484          | 527          | 560          |
| <b>Toplam</b>                                               | <b>1,599</b> | <b>1,683</b> | <b>1,784</b> | <b>1,932</b> |
| <b>UCITS Fonları</b>                                        | 667          | 763          | 796          | 885          |
| <b>Alternatif Yatırım Fonları</b>                           | 932          | 920          | 1,003        | 1,047        |
| <b>Alternatif Fonların Payı</b>                             | 58.2%        | 54.7%        | 56.2%        | 54.2%        |

\* Diğer fonlar: Girişim sermayesi fonları, gayrimenkul fonları, serbest fonlar vb.

\* Banque de France veri setinde alternatif yatırım fonları ayrıştırılamamıştır.

Kaynak: AFG, Banque de France, EFAMA

Fransa Merkez Bankası (Banque de France) ve Varlık Yöneticileri Birliği (Association Française de la Gestion Financière – AFG) verilerine göre, 2014 yılında 932 milyar avro olan alternatif yatırım fonlarının portföy büyüklüğü, 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla 1 trilyon avroyu geçmiştir. Fonların dörtte birini alternatif fonları içeren diğer fonlar oluştur-

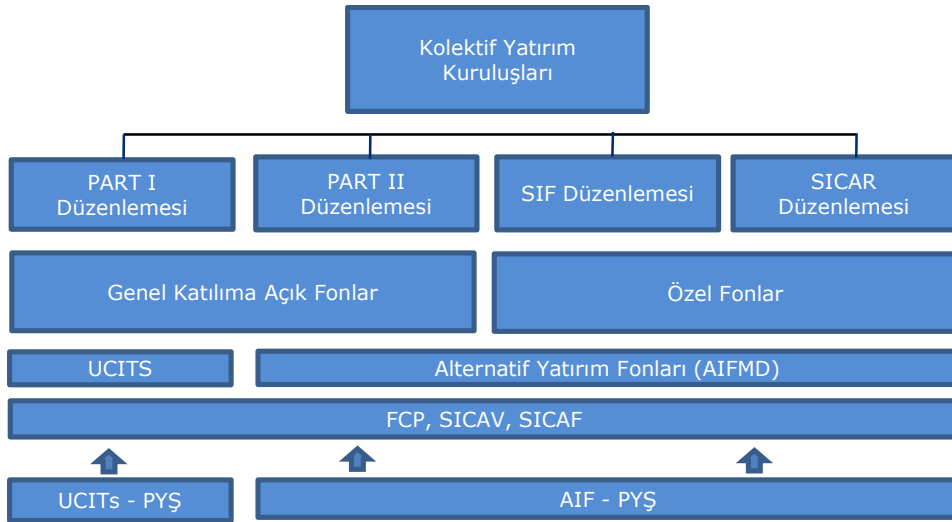
**Lüksemburg**

Lüksemburg'da kolektif yatırımları düzenleyen geçerli mevzuatın ilk kısmı (Part I) UCITS fonlarını düzenlerken, ikinci kısım (Part II) UCITS direktifi kapsamına girmeyen alternatif yatırım fonlarını düzenlemektedir.

Bu düzenleme öncesinde 2007 yılından bu yana yürürlükte olan özel yatırım fonlarına ilişkin düzenleme (specialised investment fund -SIF), genel katılıma açık olmayan özel yatırım fonlarını kapsamaktadır.

maktadır. Bu dönemde alternatif yatırım fonları %12 oranında büyürken, UCITS fonları daha hızlı büyüyerek %32 oranında artmıştır. Alternatif fonlarının payının genel trendin aksine 2014 ile 2017 arasında 4 puan kadar düşerek %54'e indiği gözlenmektedir.

Girişim ve risk sermayesi yatırımlarının finansmanı amacıyla kurulan alternatif yatırım fonları ise, 2004 yılından bu yana yürürlükte olan SICAR (Société d'Investissement en Capital à Risque – risk sermayesi yatırım fonu) düzenlemesine tabidir. Kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin yapı şekilde gösterilmektedir.



Alternatif yatırım fonları, ifade edilen düzenlemelere bağlı olarak farklı yapılarda kurulabilmektedir. Bu fonlar, açık uçlu yatırım fonu (FCP), değişken ve sabit sermayeli yatırım ortaklığı (SICAV ve SICAF), özel yatırım fonu (SIF) ve risk sermayesi yatırım fonu (SICAR) niteliğinde kurulabilmektedir.

Bu fonlardan, FCP, SICAV ve SICAF fonlarına tüm yatırımcılar yatırım yapabilmekte iken, SIF ve SICAR fonlarına sadece "profesyonel yatırımcılar" yatırım yapabilmektedir. Ülke

mevzuatına göre profesyonel yatırımcılar, kredi, yatırım ve sigorta kuruluşlarıyla, büyük yük şirketler olarak tanımlanmaktadır. Diğer yandan, profesyonel yatırımcıların yatırım yapabileceği SIF ve SICAR gibi yatırım fonlarına 125.000 avro tutarında yatırım yapan ve özelleştirilmiş yatırım fonları hakkında bilgi ve tecrübe sahibi olduğu bir kredi kuruluşu tarafından onaylanan bireysel yatırımcılar da profesyonel yatırımcı olarak tanımlanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, Lüksemburg'daki açık uçlu yatırım fonlarının büyüklüğü gösterilmektedir. Lüksemburg sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu (CSSF) verilerine göre, 2014 yılında 517 milyar avro olan alternatif yatırım fonları, 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla 656 milyar avroya ulaşmıştır. Bu dönemde UCITS fonları %31 oranında büyürken, al-

ternatif yatırım fonları %27 oranında büyümüştür. Lüksemburg'da UCITS fonları genellikle değişken sermayeli yatırım ortaklığı (SICAV) şeklinde kurulmaktadır. SICAV şeklinde kurulan UCITS fonlarının payı 2014 yılında %78 iken, Eylül 2017 sonu itibarıyla %81'e yükselmiştir.

| <b>Lüksemburg'da Açık Uçlu Yatırım Fonları Büyüklüğü (Milyar Avro)</b> |              |              |              |                |
|------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Fon</b>                                                             | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017/09</b> |
| <b>Part I Toplam</b>                                                   | <b>2,578</b> | <b>2,947</b> | <b>3,116</b> | <b>3,381</b>   |
| FCP                                                                    | 552          | 613          | 617          | 639            |
| SICAV                                                                  | 2,026        | 2,334        | 2,500        | 2,742          |
| Diğer Fonlar                                                           | -            | -            | -            | -              |
| <b>Part II Toplam</b>                                                  | <b>169</b>   | <b>170</b>   | <b>161</b>   | <b>154</b>     |
| FCP                                                                    | 71           | 67           | 61           | 54             |
| SICAV                                                                  | 97           | 102          | 100          | 100            |
| Diğer Fonlar                                                           | 1            | 1            | 0            | 1              |
| <b>SIF Toplam</b>                                                      | <b>348</b>   | <b>389</b>   | <b>424</b>   | <b>459</b>     |
| FCP                                                                    | 139          | 150          | 160          | 162            |
| SICAV                                                                  | 193          | 219          | 242          | 272            |
| Diğer Fonlar                                                           | 16           | 20           | 22           | 25             |
| <b>SICAR</b>                                                           | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>40</b>    | <b>43</b>      |
| <b>TOPLAM</b>                                                          | <b>3,095</b> | <b>3,506</b> | <b>3,741</b> | <b>4,037</b>   |
| <b>UCITS Fonları</b>                                                   | 2,578        | 2,947        | 3,116        | 3,381          |
| <b>Alternatif Fonlar</b>                                               | 517          | 559          | 625          | 656            |
| <b>Alternatif Fonların Payı</b>                                        | 16.7%        | 16.0%        | 16.7%        | 16.3%          |

Kaynak: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), EFAMA

\*Part I UCITS fonlarını, Part II, SIF ve SICAR alternatif yatırım fonlarını kapsamaktadır.

\*Part II kapsamında olan bazı fonlar tüm yatırımcılara sunulmaktadır.

## GENEL DEĞERLENDİRME

Küresel finans krizi sonrasında uzun bir süredir içinde bulunulan düşük faiz ortamı, geleneksel yatırım araçlarının getirisinin düşmesinde etkili faktörlerden biri olarak görülebilir. Geleneksel yatırım araçlarının getirisinin düşmesiyle birlikte, özellikle kurumsal yatırımcılardan oluşan yatırımcı grubu alternatif yatırım fonlarına yönelmeye başlamıştır.

Alternatif yatırım fonlarının geliştiği bu ortamda Avrupa Birliği 2009 yılından itibaren

bu fonlara ilişkin yeni düzenleme çalışmaları yapmış ve söz konusu düzenlemeler 2013 yılında uygulamaya girmiştir.

Alternatif yatırım fonları yöneticilerini düzenleyen direktife ek olarak, daha küçük şirketlere yatırım yapan girişim sermayesi fonlarını desteklemek için bu fonların AB içinde daha rahatça işlem görebilmesini kolaylaştırmak üzere özel bir düzenleme yapılmıştır. Böylelikle, girişimciliğin teşvik edilmesi de amaçlanmıştır. Benzer şekilde toplumsal

fayda gözeten sosyal girişimlere yatırım yapan fonlar ile altyapı gibi uzun vadeli projelere yatırım yapan fonlara yönelik de düzenlemeler yayınlanmıştır. Bununla beraber, girişim sermayesi ve sosyal girişim fonlarına ilişkin gelişme henüz istenilen düzeyde olmadığından AB’de bu konudaki düzenlemelere ilişkin revizyon çalışmaları devam etmektedir.

İlişkin Esaslar Tebliği ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile birlikte, sektörün gelişmesine yönelik yasal altyapı düzenlenmiştir. Bununla beraber, Türkiye’de bu fonların yalnızca nitelikli yatırımcılar ile kurumsal yatırımcılara satılabildiği görülmektedir. AB’de ise bireysel yatırımcılar da belirli koşullar altında bu tip fonların bir kısmına yatırım yapma imkânına sahiptir.

Türkiye’de benzer şekilde 2014 yılında yürürlüğe giren Gayrimenkul Yatırım Fonlarına

## KAYNAKÇA

European Fund and Asset Management Association (EFAMA) International Statistical Release, 2017:Q3.

The International Investment Funds Association (IIFA) Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows, 2017:Q2.

ELTIF: The European Long-Term Investment Fund, Association of The Luxembourg Fund Industry (ALFI)

H1 2017 European Private Equity Activity, Invest Europe.

Regulation (EU) No 346/2013 on European Social Entrepreneurship Funds.

A Map Of Social Enterprises and Their Eco-Systems in Europe, European Commission.

The European Venture Capital Fund (EuVECA), KPMG Financial Services, 2015.

The Implementation of the AIFM-Directive in Germany – What Third Country Managers should know, Mayer Brown, 2013.

Alternative Investment Funds, Luxembourg for Finance

<http://www.luxembourgforfinance.com/en/products-services/investment-vehicles/alternative-investment-funds>

Herbet, J. 2015. Investment funds in France: regulatory overview, Practical Law.

# AVUSTRALYA'DA ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

*Ceylan Anıl*

Özel emeklilik sistemleri, bireylerin çalıştıkları müddetçe birikimde bulunmalarını ve emeklilikte bu birikim ve yatırımlardan gelir elde etmelerini sağlayan sistemlerdir. Bu sayede insanlar, yapmış oldukları tasarruflar üzerinden emeklilikleri boyunca düzenli bir gelir elde etmiş ve çalışma hayatları boyunca sahip oldukları yaşam standartlarını korumuş olurlar.

Gelişmekte olan ülkelerde insanların ortalama yaşam süresinin gittikçe artması ve bir yandan genç nüfusun azalması ile emeklilik ödemeleri devlet bütçelerini zorlamaya başlamış, özel emeklilik sistemleri öne çıkmıştır. Son yıllarda pek çok ülkede

uygulamaya giren özel emeklilikte otomatik katılım ise, bireyleri çalışma hayatına başladıklarında otomatik olarak bireysel emeklilik sistemine dâhil etmekte ve bu sayede emeklilik yatırımlarının artmasını sağlamaktadır.

Bu raporumuzda, özel emeklilik sistemi 1992 yılından beri otomatik katılım esaslı ve zorunlu olan Avustralya'nın emeklilik sistemi incelenmiştir. Otomatik katılımlı özel emeklilik sistemlerine başka bir örnek olarak İngiltere özel emeklilik sistemi incelememiz için, 2016 Güz sayımıza bakılabilir.

## AVUSTRALYA'DA EMEKLİLİK SİSTEMİ

Avustralya'da 3 katmanlı bir emeklilik sistemi mevcuttur. Bunlardan birincisi olan kamu emeklilik sistemi, halkın emeklilik sonrası temel ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, devlet gelirleriyle bütçelenmektedir. İkinci katman olan özel emeklilik planı ise zorunlu işveren katkısıyla oluşmaktadır. Çalışanların otomatik olarak katıldığı bu sistemde; işveren çalışanlarının maaşlarının belli bir oranında emeklilik yatırımı yapmakla yükümlüdür. 'Super Annuation' (Süper Emeklilik) özel emeklilik sistemine verilen genel ad iken, işveren tarafından yapılan zorunlu katkıya 'Super Guarantee' (Süper Garanti) denmektedir. Özel emeklilik sistemine, belli kurallar çerçevesinde devlet de katkı sağlamaktadır. Üçüncü katman olarak, bireyler de özel emeklilik fonlarına gönüllülük esaslı olarak

ek katkıda bulunabilmektedir. Devlet, bu gönüllü katkıları vergi teşviki ile desteklemektedir.

Emeklilik fonlarının yanı sıra, emeklilik tasarrufları için vergi avantajlı birikim yapabilecekleri özel mevduat hesapları da bulunmaktadır.

Yapılarına göre sınıflandırdığımızda ise, Avustralya'nın emeklilik sistemleri "belirlenmiş fayda" ve "belirlenmiş katkı" esaslı plan olarak ikiye ayrılmaktadır. Belirlenmiş fayda esaslı planlarda, emeklilik süresince kazanılacak olan gelir belirli ve sabittir. Geri ödemeler ise çalışma süresi, yaş ve maaş düzeyine göre hesaplanmaktadır. Belirlenmiş katkı esaslı planlarda ise, bireylerin ne kadar ödeme yapacağı belirli iken, emeklilik sonrasında bu yatırımlar-

dan elde edecekleri kazanç belirli olmayıp, yapılan yatırımların performansına bağlıdır. Birinci katman olan kamu emeklilik

sistemi belirlenmiş fayda esaslıdır. Özel emeklilik sistemi ise büyük çoğunlukla belirlenmiş katkı esaslıdır.

## KAMU EMEKLİLİK SİSTEMİ

Avustralya kamu emeklilik sistemi devlet gelirleri ile bütçelenmekte ve ihtiyacı olan vatandaşlara düzenli bir emeklilik geliri sunmaktadır. Bu sistemden yararlanmak için, vatandaşların bazı koşulları sağlaması gerekmektedir.

Öncelikle, bireyler en az 10 yıl boyunca Avustralya'da ikamet etmiş olmalıdır. 2017 Haziran itibarıyla 65 yaşını dolduran vatandaşlar (kadın erkek fark etmeksizin) kamu emeklilik sistemi kapsamında emekliliğe hak kazanmaktayken, bu yaş sınırı önümüzdeki her 2 yılda bir 6'şar ay artacak ve 2023 itibarıyla 67'ye çıkacaktır.

Yerleşiklik ve emeklilik yaşı şartlarını sağlayan bireylerin, devletten ne kadar emeklilik geliri elde edecekleri gelir ve varlık testlerine göre belirlenmektedir. Diğer ülkelerin emeklilik sistemlerinde pek uygulanmayan bu iki test ile bireylerin toplam

varlıkları, yıllık ortalama gelirleri, medeni durumları ve engellilik gibi etmenler bir arada incelenerek, kişilerin devlet yardımına olan ihtiyacını ölçülmektedir. Gelir ve varlık düzeyi belli bir sınırı aşan vatandaşlar kamu emeklilik hizmetinden yararlanamamaktadır. Örneğin, varlık testine göre konut sahibi ve tek başına yaşayan bir bireyin toplam varlığı 253.750 AUD'ü aşarsa, kamu emeklilik sisteminden yararlanamaz. Fakat konut sahibi olmayan ve tek başına yaşayan bir birey için bu sınır 456.750 AUD'dur. Gelir testine göre ise, tek başına yaşayan bir bireyin kamu emeklilik sisteminden yararlanabilmesi için yıllık gelir üst limiti 1.957 AUD'dur.

Avustralya'da hâlihazırda emeklilik yaşı yaklaşan bireylerin %65'inin emeklilikte asıl gelir kaynağı kamu emeklilik sistemidir.

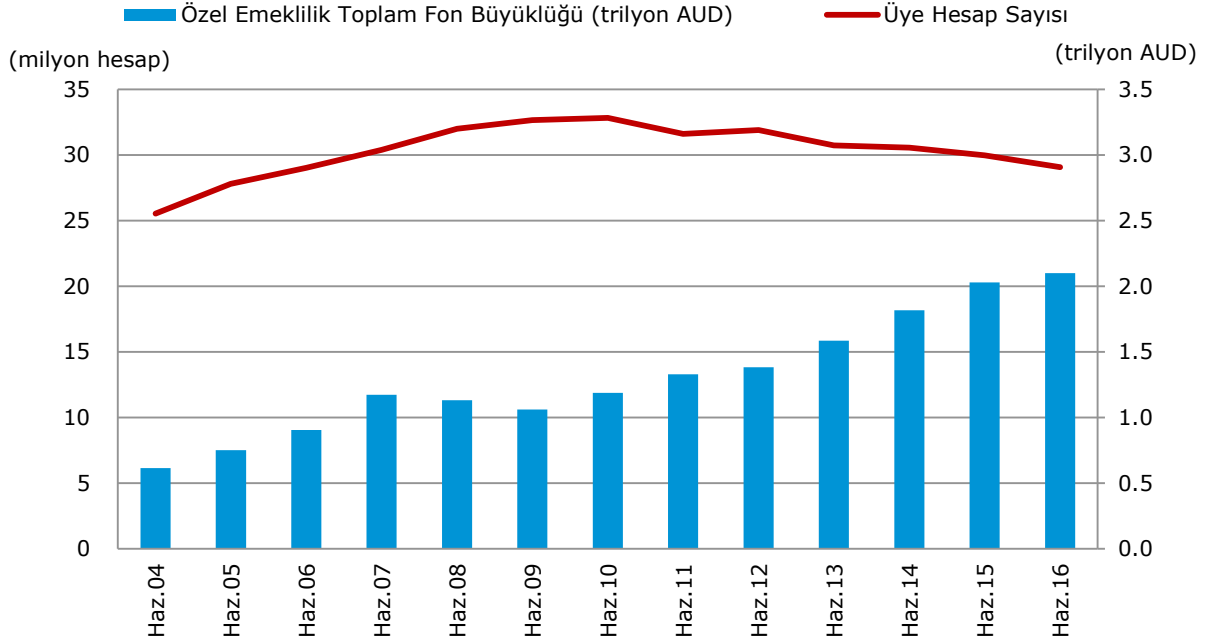
## SUPERANNUATION: ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

### Tarihçe

Gelişmiş birçok ülkenin 20. yüzyılın sonlarında tecrübe ettiği gibi, Avustralya'da ortalama insan ömrünün ve nüfusun medyan yaşının artması ile hızlı bir demografik değişim gerçekleşmiş ve bu durum emeklilik maaşlarının kaynağı olan devlet bütçesini zora sokmuştur. Avustralya, bu sorunu çözmek için emeklilik sisteminde reforma gitmek durumunda kalmıştır. Böylece, 1992 Haziran ayında Süper Garanti olarak adlandırılan zorunlu özel emeklilik sistemi kurulmuştur. Daha önce belli sek-

törlerdeki işveren ve işçi sendikaları arasındaki anlaşmalarla ortaya çıkmış olan "Superannuation" (özel emeklilik) bu sayede zorunlu hale gelmiştir. Bu reform devlet, işçi sendikaları ve işverenler arasında bir anlaşma sonucu gerçekleşmiştir. İlk çıktığında %3 olarak kararlaştırılan işveren katkısının, zamanla artırılmasında karar kılınmıştır. Bu sayede yıllar içinde gittikçe büyüyen özel emeklilik havuzu 2016 sonu itibarıyla milli gelirin %126'sı kadar bir büyüklüğüne erişmiştir.

**Grafik 1: Süper Fonlarında Trend**



Kaynak: APRA

Avustralya özel emeklilik sistemi, Avustralya finansal hizmetler düzenleyici otoritesi (APRA - Australian Prudential Regulation Authority) tarafından denetlenmektedir. İleride açıklanacak olan; bireylerin kendi portföylerini oluşturduğu öz yönetimli fonlar ise Avustralya Vergi İdaresi (ATO - Australian Taxation Office) tarafından denetlenmektedir.

### Otomatik Katılım

Süper Emeklilik sistemine; 18 yaşını doldurmuş olmak, aylık brüt maaş olarak en az 450 AUD kazanmak ve haftada en az 30 saat çalışmak koşullarının tamamını sağlayan Avustralya vatandaşı her çalışan, işveren tarafından otomatik olarak dâhil edilir. 2017 itibarıyla, Avustralya'da hane reisi 15-64 yaş arası olan hanelerin %90'ından fazlası özel emeklilik sistemine dâhildir. Çalışanlar, 75 yaşına kadar bu sistemde kalıp yatırım yapmaya devam edebilir.

İşveren, gerekli koşulları sağlayan çalışanlarına işe başlamalarından itibaren 28 gün

içinde özel emeklilik seçim formunu temin etmekle yükümlüdür. Çalışanlar bu formu doldurarak, kendilerine uygun Süper yatırım ve birikim hesabını seçebilirler. Bu konu ilerde "Süper Planlarının Özellikleri" başlığı altında açıklanacaktır. Formu ilk işe başlamalarından itibaren 2 ay içinde doldurmayan çalışanlar ise, otomatik olarak şirketin seçtiği standart fonuna (MySuper) dâhil edilir. Ülkede zorunlu olan özel emeklilik sisteminde, çalışanlar için sistemden çıkmak mümkün değildir. Avustralya çalışan nüfusunun %10'unu oluşturan kendi işinin sahibi bireyler için ise, özel emeklilik sistemine katılmak gönüllülük esastır.

### Katkı Payları

Bu sistemde işveren, çalışanların maaşlarının belli bir oranı kadar katkısı otomatik olarak çalışanların seçtikleri plana aktarır. Zorunlu işveren katkısı (Süper Garanti) 2017 yılı itibarıyla brüt maaşın %9,5'i kadardır. Zorunlu emekliliğin ilk çıktığı 1992 yılında %3 olan bu oranın, 2025 yılında %12'ye çıkarılması beklenmektedir.

İşveren, yeni işe başlayan çalışanlar için ilk 2 ay içinde, dönemsel olarak ise en az 3 ayda bir, gerekli tutarı düzenli bir şekilde fona aktarmakla yükümlüdür. İşveren katkıları haftalık, aylık ya da 3 ayda bir yapılabilmeyle, Avustralya’da işverenler genelde bu katkıları aylık olarak yapmaktadır. Ödeme zamanını geçiren işverenler, ödemedikleri tutar kadar para cezası ödemek ve benzeri bir takım yaptırımlara tabiidir.

### Bireysel Katkı

Çalışanlar istedikleri zaman yatırım hesaplarına gönüllü olarak ek katkıda bulunabilirler. Bunu yapmak için iki yol vardır. Ya çalışanlar doğrudan emeklilik planlarına yatırım yaparlar, ya da işveren çalışanların adına bu işlemi gerçekleştirir. “Super Sacrifice” adı verilen ikinci yöntemde işveren, vergi öncesi gelirden bu miktarı düşerek fona yatırır ve çalışanın gelir vergisi yükümlülüğü azalmış olur. 1 Haziran 2017 itibarıyla, birinci yöntemi kullanarak vergi sonrası net gelirinden yatırım yapan çalışanlar da, ilgili vergi kesintisini daha sonra iade alma hakkına sahip olmuştur.

Yapılan bireysel katkıların gelir vergisine dâhil edilmemesi, bireysel katkılara ciddi bir teşvik niteliğindedir. Fakat bunun varlıklı kesim tarafından denetimsizce kullanılması gelir eşitsizliğini artıracığından, bireysel katkılara belli üst sınırlamalar getirilmiştir. Ayrıca Süper fonlarındaki toplam varlık değeri 1,6 milyon AUD’u geçen bireyler, bireysel katkı yapamamaktadır.

### Devlet Katkısı

Devlet de, düşük ve orta gelirli bireylerin emeklilik birikimlerini artırabilmek ve onları emeklilik tasarrufları yapmaya teşvik etmek amacıyla, bazı durumlarda Süper fonlarına ek katkıda bulunmaktadır.

Bunlardan ilki, gelir düzeyi belli bir limitin altında olan bireyler için olan Süper co-contribution (Süper Katkısına Katkı) adlı devlet katkısıdır. Bu sistemde; düşük ve orta gelirli bireyler emeklilik yatırım fonlarına ek katkıda bulunduğu zaman, aynı fona devlet de otomatik olarak katkı yapmaktadır. Katkının miktarı bireylerin gelir düzeylerine ve yaptıkları katkıya bağlı olmakla beraber, azami katkı miktarı yıllık 500 AUD kadardır. Örneğin, 2017-2018 dönemi için yıllık geliri düşük gelir eşiğinin (36.813 AUD) altında olan bireyler, 1000 AUD bireysel katkı yaparlarsa devletten fonlarına 500 AUD katkı sağlanacaktır. Süper Katkısına Katkı uygulaması çoğu zaman düşük gelir eşiğinin altındaki insanların vergi yükümlülüklerini tamamen karşılamaktadır.

Devletin düşük gelirli bireylerin tasarruflarının artması için sağladığı bir başka kolaylık ise; yıllık geliri 36,813 AUD ya da daha düşük bireylerin özel emeklilik fonlarına otomatik olarak yıllık 500 AUD’a kadar ek katkı sağlamaktır. Bu da, düşük gelir ölçeğindeki emeklilik fonu yatırımları için ödeyecekleri verginin tamamen telafi edilmesi anlamına gelmektedir.

### Süper Fonlarına Erişim

Avustralya’da da birçok özel emeklilik sisteminde olduğu gibi, Süper fonlarına erişimde yaş kısıtlamaları mevcuttur.

Doğum tarihi 1962’den önce olan bireyler 57 yaşından itibaren emeklilik fonlarına erişebilmektedir. Doğum tarihi 1965 sonrası olanlarda ise bu yaş kademeli olarak 60’a çıkmaktadır. Emekli olmayan bireyler için Süper fonlarına erişim yaşı 65’dir. Bu durumda 60-65 yaş arası bireyler, Süper fonlarına erişmek için ya emekli olmalı ya 65 yaşını doldurmayı beklemelidir. Önceden belirtildiği üzere, 2017 Haziran itibarıyla kamu emeklilik katkısına erişim de 65 yaşında gerçekleşmektedir. 60 yaşında

emekli olan bir birey, özel emeklilik fonlarına erişebilse de, kamu emekliliğinden yararlanmak için 5 yıl beklemektedir.

Avustralya'nın yaş konusunda gittikçe daha katı bir rejim izlemesinin en önemli sebepleri ortalama insan ömrünün 80'e çıkmış olması ve insanların daha uzun süre iş gücüne dâhil olabmesidir.

Emekli olan bir birey yaş şartını doldurduğunda Süper fonlarından elde ettikleri gelirlere toplu ödeme halinde veya düzenli ödenekler halinde erişebilir. Yatırımların daha önce çekilmesi gibi bir seçenek sadece ciddi hastalık ve ciddi finansal sıkıntılar gibi sebeplerle mümkündür.

### Vergi Düzenlemeleri

İnsanları Süper fonlarına gönüllü katkı yapmaya motive eden etkenlerden biri, bu yatırımlar sayesinde gelir vergisi yükümlülüklerini azaltmaktır.

Avustralya'da gelir vergisi %19 ile başlayıp gelir düzeyi arttıkça %47'ye kadar çıkmaktadır.

Süper fonlarına yapılan işveren katkıları ve "Super Sacrifice" diye adlandırılan; bireylerin adına gelirlerinin bir kısmını işverenin fona aktardığı gönüllü katkılar, %15 oranında vergilendirilir. Bireylerin vergi sonrası gelirleri ile yaptıkları gönüllü katkılar vergiye tabi değildir. Bireysel katkıları toplamı yıllık 25.000 AUD'u geçen bireyler tabi oldukları gelir vergisi dilimine göre vergilendirilir.

Katkılardan elde edilen gelirler ise, 60 yaşından sonra emekli olan bireyler için vergiden muaftır.

### Süper Fonlarının Özellikleri

Süper sistemi içinde değerlendirilen yatırımların %87'si belirlenmiş katkı esaslı planlarda değerlendirilmektedir. Kalan %13'lük ke-

sim olan belirlenmiş fayda esaslı planların ise, çoğu eski üyelerin daha önceden dâhil olmuş olduğu planlar olup, yeni üyelere kapalıdır.

Bireyler, farklı yatırım tercihlerine göre bireysel katkı esaslı olan zengin Süper fon yelpazesinden kendilerine en uygun fonu seçebilirler. Ayrıca, daha sonra bu fonlar arasında değişim yapabilir ve yatırımlarını birden fazla fona dağıtabilirler. Sistemdeki insanların %40'ı özel emeklilik yatırımlarını birden fazla fonda tutmaktadır. Hatta bireyler dilerlerse kendi fonlarını (öz yönetimli fon) yaratabilirler. Bireylerin kendi fonunu yaratması gibi bir seçeneğinin olması Avustralya'ya özgü bir uygulamadır. Fakat Avustralya'da birçok insan ilk işe başladığında aktif seçim yapmayarak, işveren tarafından önceden tanımlanmış olan MySuper fonuna dâhil olmaktadır.

İşverenler çalışanlarının Süper yatırımları için belli bir kurumla anlaşır. Seçtikleri fona göre bu kurum banka, sigorta, yatırım şirketi, ya da ilgili işçi sendikası olabilir. Çoğu işyerinde, çalışanlar seçtikleri finansal kurum veya sendikanın istedikleri fonuna geçmekte serbesttir. Aktif seçim yapmayan çalışanların dâhil edildiği MySuper fonu, şirketlerin anlaşmalı olduğu firmanın MySuper fonu olmaktadır.

Bireylerin fon değiştirme gibi bir seçenekleri olsa da, işveren Süper değiştirme formunu yılda 1 kereden fazla işleme koymak zorunda değildir. Ayrıca bazı durumlarda bu serbestlik kısıtlanmaktadır. Örneğin belirlenmiş fayda esaslı bir planın içinde olup bu planın azami katkısını alan insanlar, başka bir plana daha giremez. Bunun dışında, belirlenmiş fayda esaslı planlara dâhil bazı kamu çalışanları belirlenmiş katkı planlarına geçememektedir. Son olarak, belli şirket anlaşmaları nedeniyle çalışanların hangi Süper fonuna dâhil olacağı kısıtlanabilmektedir.

**Tablo 1: Fon Tipleri Dağılımı (Haziran 2017)**

| Fon Türü      | Toplam Varlık<br>(milyar AUD) | Fon Sayısı     | Üye Hesap Sayısı<br>(bin kişi) |
|---------------|-------------------------------|----------------|--------------------------------|
| Kamu          | 356,1                         | 38             | 3.533                          |
| Sektör        | 466,4                         | 41             | 11.118                         |
| Perakende     | 545,3                         | 135            | 12.978                         |
| Kurumsal      | 54,6                          | 30             | 341                            |
| Öz Yönetimli  | 623,7                         | 579.291        | 1.092                          |
| <b>Toplam</b> | <b>2.099,5</b>                | <b>578.579</b> | <b>29.061</b>                  |

Kaynak: APRA

Bireyler hangi şirketin hangi fonunu seçeceklerine ve nasıl bir yatırım stratejisi izleyeceklerine karar verirken; yatırım olanaklarına, yatırım fonunun geçmiş performansına, fon yöneticisinin aldığı ücrete, fonun sağladığı hizmetlere, emeklilik fona bağlı olan sigorta poliçelerinin kapsamına dikkat etmek durumdadır.

Avustralya’da özel emeklilik yatırım fonları toplam 5 kategori altında sınıflanmaktadır. Her bir fon kategorisinin altında, ilgili kurumun (banka, sigorta şirketi, işçi örgütü) kendi standart fonu (MySuper) bulunmaktadır.

Tablo 1’de de görüldüğü üzere, toplam 30 milyona yakın hesap sayısı bulunmaktadır. Bunun nedeni, bireylerin genelde birden çok fona dâhil olmalarıdır. Süper fonlarında, en çok üye hesabının bulunduğu 2 kategori Sektör ve Perakende fonlarıdır. Bu iki kategori, aynı zamanda toplam Süper varlıklarının %50’den fazlasını oluşturmuştur.

### 1.Kamu Fonları

Kamu Süper fonları ilk Süper Emeklilik fonlarıdır ve zorunlu özel emeklilikten önce de, kamu çalışanları Kamu Süper fonlarının katkılarından yararlanmıştır. Kamu Süper fonları devlet tarafından yönetilmektedir ve tüm kamu çalışanlarını içerir. Sadece kamu çalışanları için olan bu fonların, çalışanlara özel ayrıcalıkları mevcuttur. Örneğin, belirlenmiş katkı esaslı kamu fonlarında zorunlu işveren katkısı

%15,4’tür. Bireyler, farklı tip fonlara geçerek kamu fonlarından çıkabilmektedir.

### 2.Sektör Fonları

1980’lerde belli sektörlerde çalışanlar için yaratılmış olan Sektör Süper fonları, 2005 Haziran itibarıyla Avustralya’da çalışanların çoğunluğuna açık hale gelmiştir. Bu fonlar işçi sendikaları, işverenler ve devlet arası anlaşmalarla oluşturulduğundan; işçi örgütleri bu fonların düşük ücretlendirilmesinde etkili olmuştur. Bu fonların çoğunu, bağlı oldukları sektörün işçi sendikaları kurmuş olup, fon yönetiminde kâr amacı güdülmemektedir. Ortalama fon başına 275.000 üyesi bulunan Sektör Süper fonlarının en büyüğünde 2 milyonu aşkın üye bulunmaktadır. Sektör Süper fonları Avustralya’da işverenlerin önceden tanımlanmış MySuper fonu için en çok tercih ettikleri fon tipleridir.

### 3.Perakende Fonlar

Perakende fonlar, kar amacı güden finansal kurumlar tarafından kurulmaktadır. Emeklilik yatırımı danışmanlığı hizmeti Sektör fonlarında yok denecek kadar az iken, perakende fonlarda fon üyelerine emeklilik yatırımı danışmanlığı hizmeti de sunulmaktadır. Bu hizmet, bazı kurumlarda ücretsiz olmaklar beraber, bazılarında belli bir ücret karşılığındadır. Ayrıca yatırım platformlarında Sektör fonlarından daha çok seçenek bulunur. Perakende Süper, gerek üye ve fon sayısı, gerek toplam varlıklarının değeri olarak öz yönetimli

fonlardan sonra Avustralya'nın en büyük fon havuzudur.

#### **4.Kurumsal Fonlar**

Kurumsal Süper fonlar şirkete özel fonlardır. Böylece işveren, çalışanlarının emeklilik planından doğrudan sorumludur. Bu fonların bir kısmı belirlenmiş fayda esaslıdır. Kurumsal Süper fonlarının sayısı, işverenlerin çalışanları için bu fonlar yerine Sektör ve Perakende Süper fonlarını tercih etmeleri nedeniyle gittikçe düşmektedir. 2016 yılı sonunda bu fonların büyüklüğünün toplam süper fonları içindeki payı %3'te kalmaktadır. Zaman içinde Kurumsal Süper fonlarının tamamen ortadan kalkması beklenmektedir.

#### **5.Öz Yönetimli Süper Fonları**

Öz Yönetimli Süper fonlarında, bireyler yatırımlarını ve elde ettikleri katkıları tamamen kendi kararlarına göre yönlendirerek bireysel emeklilik fonlarını oluşturmaktadır. Bu çeşit bir emeklilik fonu yaratma özgürlüğü, Avustralya'ya özgü bir seçenektir. Bu fonlar, diğer fon tiplerinden birçok alanda ayrılmaktadır.

Öncelikle diğer fon tiplerinde üye sayısında bir sınırlama bulunmamakta iken, öz yönetimli fonlar en fazla 4 üyeden oluşabilmektedir. 2016 sonunda öz yönetimli fonların %93'ünü 1 veya 2 üyeli fonlar oluşturmaktadır.

İkinci olarak, öz yönetimli fonlarda üyelerin hepsi yönetici konumundadır. Bu sebeple üyeler, vergi vb. yasal düzenlemeleri takip etmeli ve kurdukları fonun uygunluğundan emin olmalıdır. Yönetimin tamamen bireylere ait olması, bu tip fonlar için danışmanlık hizmetlerinin de çok yaygın olmasını sağlamıştır. Öz yönetimli fonların danışmanlığını, bunun özel lisansını alan danışmanlar yapmaktayken, son zamanlarda buna Otomatik Danışmanlık de-

nilen sanal ortamda otomatize edilmiş yatırım danışmanlıkları da eklenmiştir. Aynı şekilde denetim süreci de lisanslı bağımsız iç denetçiler tarafından yapılmaktadır.

Diğer tip fonlarda üyelerin fon üzerinde yetkisi risk düzeyi ve yatırım oranları ile sınırlı kalmaktayken, öz yönetimli fonlarda tüm yatırım stratejilerini üyeler belirlemektedir. Birçok yatırım seçeneği barındıran öz yönetimli fonlarda yatırım ortaklıkları, borçlanma araçları, pay senetleri ve uluslararası araçlar dışında gayrimenkule de yatırım mümkündür.

Son olarak, özel emeklilik fonlarının geri kalanı finansal hizmetler düzenleyicisi APRA tarafından denetlenirken, öz yönetimli fonlar Avustralya Vergi İdaresi tarafından denetlenmektedir.

Gittikçe büyümekte olan öz yönetimli fonlar, toplam varlık bazında özel emeklilik fonlarının en büyük payını oluşturmaktadır. Bu fonların sayısının, zaman içinde daha da artması beklenmektedir.

#### **MySuper Fonlar**

Türkiye'deki standart fonlara benzer şekilde Avustralya'da aktif seçim yapmayan bireylerin otomatik olarak katıldığı fonlar MySuper olarak adlandırılmaktadır. MySuper fonlar 2011'de yapılan reformlar sonucu uygulamaya konulmuştur. 1 Ocak 2014 itibarıyla, tüm işverenler standart Süper Emeklilik katkılarını anlaşmalı oldukları MySuper fonuna yapmaya başlamıştır. Her fon kategorisinde, işverenlerin standart olarak seçeceği MySuper fonu mevcuttur.

MySuper, standart bir üründür. Düzenleyici otorite, bireylerin otomatik olarak katıldığı MySuper'ın basit, işlevsel ve anlaşılır olması için kurallar getirmiştir. Tüm MySuper ürünlerinde basit ücretlendirme yapısı, çeşitlendirilmiş yatırım stratejisi ve

minimum kapsamlı sigorta poliçesi bulunmaktadır.

MySuper fonları 2016 sonu itibarıyla APRA denetimindeki (öz yönetimli fonlar haricindeki) fonların %36'sını oluşturmaktadır.

### Fon Tiplerine Göre Varlık Dağılımı

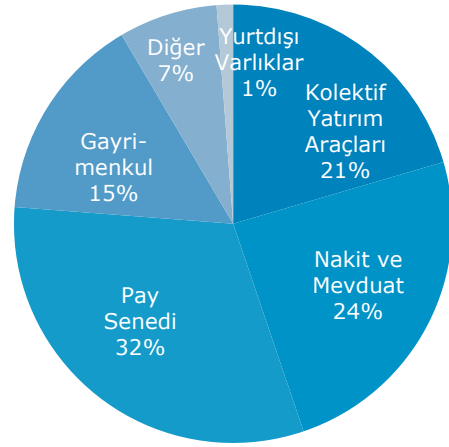
| Tablo 2: Fon Tiplerine Göre Varlık Dağılımı (Eylül 2017) |             |             |             |             |             |
|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Varlık Türü                                              | Kamu        | Sektör      | Perakende   | Kurumsal    | MySuper     |
| Nakit                                                    | 11%         | 10%         | 14%         | 9%          | 7%          |
| SGMK                                                     | 16%         | 10%         | 14%         | 20%         | 13%         |
| Pay Senedi                                               | 24%         | 27%         | 29%         | 21%         | 26%         |
| Gayrimenkul Kıymetler                                    | 9%          | 10%         | 6%          | 9%          | 9%          |
| Altyapı                                                  | 4%          | 7%          | 2%          | 2%          | 5%          |
| Diğer                                                    | 5%          | 2%          | 4%          | 4%          | 3%          |
| Yurtdışı Varlıklar                                       | 31%         | 34%         | 31%         | 35%         | 37%         |
| Yurtdışı SGMK                                            | 8%          | 8%          | 8%          | 8%          | 7%          |
| Yurtdışı Pay Senedi                                      | 22%         | 24%         | 23%         | 26%         | 28%         |
| Yurtdışı Altyapı                                         | 1%          | 2%          | 0%          | 1%          | 2%          |
| <b>Toplam</b>                                            | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

Kaynak: APRA

Tablo 3'den de görüldüğü üzere, tüm fon tiplerinde yoğunlaşma yurtdışı varlıklardır. Bunu, MySuper hariç tüm fon tiplerinde, hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymetler takip etmektedir.

Öz yönetimli fonlar, farklı yatırım olanakları barındırması nedeniyle diğer fon tiplerinden ayrı tutulmuştur. Bu fonlarda yerli pay senetlerinin yatırımların üçte birini oluşturduğu görülmektedir. Yanı sıra, kolektif yatırım araçları da %21 payla yaygın kullanılmaktadır.

### Grafik 2: Öz Yönetimli Süper Fonların- da Varlık Dağılımı



Kaynak: APRA, Eylül 2017

## GENEL DEĞERLENDİRME

Türkiye'de bireysel emeklilik sisteminde otomatik katılım 1 Ocak 2017 itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Bu sayede, 2016 sonunda gayrisafi milli hasılanın sadece %4,8'ini oluşturan bireysel emeklilik tasarruflarının artması ve insanların bireysel

emeklilik yatırımına teşviki amaçlanmıştır. Bu oranla Türkiye, OECD ülkeleri içinde biriken emeklilik fonlarının GSMH'ye oranının en düşük olduğu 5 ülkeden biri konumundadır. Avustralya ise, aynı sıralamada ilk 5'e girmeyi başarmış ve 2017

itibarıyla sürdürülebilirlik, eşitlik vb. kategorilerde emeklilik sistemlerini puanlayan Melbourne Mercer endeksine göre en iyi 3 emeklilik sisteminden biri seçilmiştir. Hiç kuşkusuz bunda, 1 Ocak 1992'den beri özel emeklilik sisteminde uygulanan zorunluluk ilkesinin rolü vardır.

Avustralya'nın işçi işveren uzlaşmasıyla başlamış olan özel emeklilik sisteminin, köklü ve sürekli değişim içinde olan bir yapısı vardır. Bu yapının sürekli gelişmesi sayesinde bugün, Avustralya'da fonlar arası geçiş yapmak veya yatırımları birden fazla fona dağıtmak çok kolay hale gelmiştir. Sadece Avustralya'ya özgü olan öz yönetimli fonlar sayesinde ise bireyler, yatırımlarını yatıracakları araçlar konusunda çok geniş bir seçenek havuzuna sahip hale gelmiştir.

Devlet katkıları gelir düzeyi düşük bireylere teşvik niteliğindeyken, bireysel katkılar

üzerine getirilen üst limit kısıtlamaları ise gelir eşitsizliğini azaltmaya yöneliktir.

2017 Haziran sonu itibarıyla, özel emeklilik sisteminde 30 milyona yakın kişinin 2 trilyon AUD (1,6 trilyon \$) değerindeki varlığı yönetilmektedir.

İşverenlerin sektörüne göre çalışanları adına seçilebilecekleri farklı fon tipleri bulunmaktadır. En yüksek portföy büyüklüğüne bireylerin kendi yönetebildikleri öz yönetimli fonlar sahiptir. Kamu dışındaki işverenlere açık olan ve finansal kurumlarca yönetilen perakende fonlar toplam emeklilik fonlarının dörtte birini oluşturmaktadır. Belirli sektörlerle özgü kurulan ve kar amacı gütmeyen sektör fonları perakende fonları takip etmektedir. Sistemdeki yatırımların büyük bir oranı yurtdışı menkul kıymetler ile yerli hisse senetlerinde değerlendirilmektedir.

## KAYNAKÇA

- ACFS Araştırma Birimi: <https://australiancentre.com.au>
- Australian Superannuation System Overview, Vanguard, Haziran 2017
- Avustralya İnsani Hizmetler Dairesi: <https://www.humanservices.gov.au>
- Avustralya İstatistik Bürosu: <http://search.abs.gov.au>
- Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırım Komisyonu: <https://www.moneysmart.gov.au>
- Avustralya Özel Emeklilik Planlama Sitesi: <https://www.superguide.com.au>
- Avustralya Parlamentosu: <https://www.aph.gov.au>
- Avustralya Sosyal Hizmetler Bölümü: <https://www.dss.gov.au>
- Avustralya Vergi Dairesi: <https://www.ato.gov.au>
- Birleşmiş Milletler İnsan Hakları Yüksek Komiserliği: <http://www.ohchr.org>
- Global Pension Asset Study, Willis Tower Watson, Ocak 2017
- Industry Super: <https://www.industrysuper.com>
- Living in Australia: <https://www.livingin-australia.com>
- Superannuation Statistics, ASFA, Eylül 2017
- Unisuper: <https://www.unisuper.com.au>
- Wikiwand: [https://www.wikiwand.com/en/Industry\\_superannuation](https://www.wikiwand.com/en/Industry_superannuation)  
[https://www.wikiwand.com/en/Superannuation\\_in\\_Australia](https://www.wikiwand.com/en/Superannuation_in_Australia)

# DÜNYADA MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Onur Salttürk

TSPB'nin üç aylık yayını Gösterge'nin 2017 Güz sayısında "*Menkul Kıymetleştirmede İpotek Finansmanı Kuruluşu Modeli*" ismiyle yayımlanan analizimiz menkul kıymetleştirilmiş ürünleri genel olarak tanıtmış, menkul kıymetleştirmenin temel ilkelerini ve uluslararası arenada bolca örneği bulunan ipotek finansmanı kuruluşlarının yapı ve faydalarını incelemiştir.

Bu makalemizde menkul kıymetleştirmenin dünya uygulamaları incelenerek analizimiz daha da genişletilmektedir.

Menkul kıymetleştirme likit olmayan bir finansal varlık havuzunun, dayanak varlıktan farklı risk profiline sahip likit menkul kıymetlere dönüştürülme faaliyetini ifade etmektedir.

Menkul kıymetleştirme ile nakit akışı sağlayan konut kredisi, ticari kredi, taşıt kredisi, kredi kartı alacakları benzeri finansal varlıklar finansal mühendislik yöntemleriyle likit kıymetlere dönüştürülmektedir. Kıymetleştirme faaliyeti neticesinde bu varlıklara dayanarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK) çoklukla yatırım fonu, sigorta şirketi gibi kurumsal yatırımcılara satılmaktadır. Menkul kıymetleştirilen varlıklar bir havuzda toplanarak alacaklının bilançosu dışına çıkarılmaktadır.

Finansal kuruluşlar arasında özellikle bankaların ön plana çıktığı menkul kıymetleştirme işlemlerinde bankalar likit olmayan varlıklarını satılabilir kıymetlere dönüştürebilmekte, bilançolarından çıkardıkları krediler sayesinde kredi riskini azaltabil-

mekte ve finansman alternatiflerini genişletebilmektedir.

Menkul kıymetleştirme faaliyetleri ekonomide etkin risk dağıtımına olanak tanıdığı ve bankaların mevduat dışı finansmana erişimine imkan sağladığı için finansal sistemin istikrar ve dirayetini kuvvetlendirmektedir.

Bununla beraber, kıymetleştirmenin bankaların kredi tahsis etme pratiklerinde zafiyete neden olduğu, bankaların çeşitli nedenlerle daha riskli VDMK'leri bilançolarında bulundurmaya ittiği, genel olarak ihraççıların risk iştahını artırdığı için finansal sistem için tehdit teşkil ettiği de ifade edilmektedir. Menkul kıymetleştirme faaliyetleri 2007/08 finansal krizinde önemli rol oynadığı nedeniyle eleştirilere maruz kalmıştır. Kıymetleştirilmiş ürünlerin varlıkların bilanço dışına çıkarılabilmesi sebebiyle bankacılık sektöründe kontrolsüz kredi büyümesini tetiklediği, kredi tahsis standartlarında gerilemeye neden olduğu ve risklerin dağıtımına ilişkin aldatıcı bir güven duygusunu beraberinde getirdiği düşünülmektedir.

Makalemizde menkul kıymetleştirmenin genel ilkeleri, ekonomi ve finansal istikrara olan etkileri, kıymetleştirmenin tarihsel gelişim süreci, küresel finansal krizi müteakip düzenlemelerdeki değişiklikler ile sektördeki geleceğe yönelik yenilikler incelenmiştir. Makalemizin son bölümünde Türkiye'de menkul kıymetleştirmenin tarihi, yapısı, uygulamaları ve geleceğe yönelik beklentilere ilişkin değerlendirmelerde bulunulmuştur.

## MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TARİHÇESİ

Menkul kıymetleştirme, dayanak varlıkların ortak bir havuzda toplulaştırılması, havuzda bulunan varlıkların kaynak kuruluş varlıklarından tecrit edilerek özel amaçlı şirkete (special purpose vehicle, SPV) temlik edilmesi ve dayanak varlık üzerine farklı düzeyde kredi notlarına sahip dilimler halinde menkul kıymetlerin ihraç edilmesi temeline dayanmaktadır.

Menkul kıymetleştirme benzer özellikleri haiz varlıkların bir havuzda toplulaştırılarak ihraç edilmesini ifade etse de ortaya çıkan kıymetin getiri ve risk profili dayanak varlıktan farklı olabilmektedir. Menkul kıymetleştirme pratiklerini finansal kuruluşlarla beraber finans dışı kurumlar da finansman sağlama ve risk yönetimi hedefleri doğrultusunda kullanabilmektedir.

Artan global ticari hacme paralel olarak pek çok finansal ürün ve işlemin filizlendiği 18. yüzyılda ilk defa Felemenk tüccarlar Batı Hint çiftlik sahiplerine verilen ipotek kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç etmiştir. 19. yüzyıl sonlarında ABD’de mukim finansal kuruluşlar tarım kredilerine dayalı kıymetler ihraç ederken, 1920’lilere gelindiğinde ise ticari ve konut kredilerine dayalı kıymet ihraçları başlamıştır.

Çağdaş menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ise ilk kez 1970’lerde ABD’de konut kredileri ile başladığı, 1980’lerde ise farklı dayanak varlıkların kıymetleştirmeye konu olmasıyla küresel finansal sistemde hızla yayıldığı görülmektedir. ABD’de konut kredilerini desteklemek ve ev sahipliğini özendirmek için Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kamu destekli kuruluşların kurulması menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin hızla yayılmasının en önemli nedenlerinden biri olarak görülmektedir. ABD’de özel sektör 1977 yılında ipoteye dayalı menkul kıymet ihracına başlamış, 1983 yılında Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) ilk teminatlı ipotek se-

nedi ihracını yapmış, 1980’lerin ortalarında ise ilk konut dışı varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir. 1985 yılında özel amaçlı kurumların ortaya çıkmasıyla kredi havuzlarıyla beraber tek bir varlığın kıymetleştirilmesi de mümkün hale geldiğinden menkul kıymetleştirme faaliyetlerinde hızlanma yaşanmıştır.

Avrupa sermaye piyasaları 1990’ların başına kadar menkul kıymetleştirmede faal olmasa da ilerleyen süreçte ABD’ninkine benzer bir sıralamada gelişim göstermiştir.

Günümüzde konut kredileri menkul kıymetleştirmede geleneksel olarak en çok kullanılan dayanak varlık olsa da araç kredileri, kredi kartı alacakları, öğrenim kredileri, ticari krediler ve kıymetli evraklar da kıymetleştirmeye konu olabilmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin daha karmaşık bir türü olan teminatlı borç yükümlülükleri (Collateralized debt obligations, CDO) ise genelde çeşitli alacaklarla beraber diğer varlığa dayalı menkul kıymetleri dayanak almaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin kapsamının ne kadar geniş olduğu düşünüldüğünde finansal istikrarın sağlanması açısından dayanak varlıkların toplulaştırılmasından etkin değerlendirme yöntemlerine, tesirli kredi derecelendirme yöntemlerinden uygun düzenleyici gözetimine kadar her faaliyetin özen ve titizlikle yapılmasının gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin yaygınlaşmasından önce geleneksel bankacılık iş modeli mevduat toplama, kredi tahsis etme ve kredi ödemelerinin amortisman yöntemiyle geri alınması pratiklerini içermekteydi. Geleneksel modelde risk yönetimi portföy çeşitlendirmesi ile yapılmaktaydı. Kıymetleştirmenin yaygınlaşmaya başlamasıyla finansal kuruluşlar alternatif finansman kaynaklarına erişim fırsatına

kavuşurken dayanak varlığın kredi riskini çeşitli risk dilimlerine üleştirerek farklı yatırımcı profillerinin iştah ve ihtiyaçlarına yönelik sermaye piyasası aracı ihraç etmeye başlamıştır. Dünyada başta bankalar olmak üzere pek çok finansal ve finans dışı kuruluş tahsis ettikleri kredilerin neden olduğu kredi riskini diğer banka, sigorta şirketi, yatırım fonu benzeri yapılara kredi riskini devretme gayesiyle varlıklarını menkul kıymetleştirmektedir. Borçlar finansal kuruluşlar arasında menkul kıymetleştirmeye konu olmadan da alınıp satılabilse de taraflar arasındaki bilgi eşitsizliği işlemlerin hayli maliyetli olmasına

neden olmaktadır. Menkul kıymetleştirilmiş ürünlerle dayandıkları varlıkların farklı yasal düzenlemelere tabi olması düzenleme arbitrajına neden olmaktadır. Bununla beraber, bankaların menkul kıymetleştirme vesilesiyle “kredi ver & dağıt” yaklaşımı finansman maliyetlerini azaltıp, kredi riskini dağıtırken risk yoğunlaşmasını ve sistemik riski hafifletmektedir.

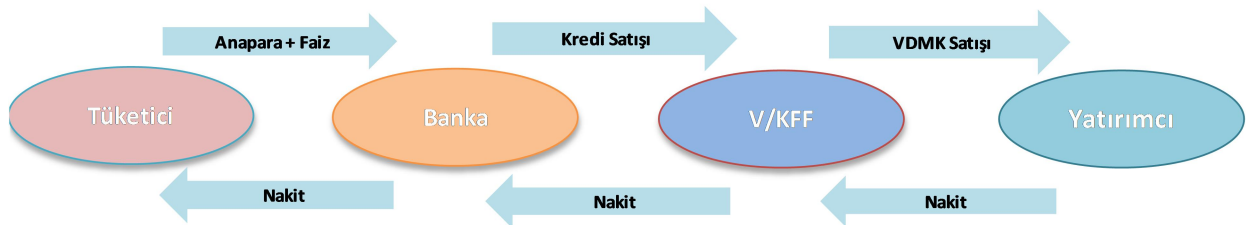
Yakın dönemde geleneksel borçlanma araçlarında getirilerin nispeten düşük olması getiri arayışındaki nitelikli yatırımcıların daha fazla temerrüt riski bulunan yüksek risk dilimine dâhil varlığa dayalı menkul kıymetlere yöneltmiştir.

## MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TEMEL İLKELERİ

Temel olarak iki adımdan oluşan menkul kıymetleştirme sürecinde öncelikle konut, taşıt kredisi benzeri nakit akışı sağlayan varlıklara sahip kaynak kuruluş bilançosundan çıkarmayı arzuladığı varlıkları gruplandırarak bir özel amaçlı kuruma (special purpose vehicle, SPV) satar. Çoğunlukla bir finansal kuruluş tarafından kurulan özel amaçlı kurum sadece gruplandırılmış kıymetlerin kaynak kuruluşun bilançosundan çıkarılmasında rol oynar. Bu kurum Türk mevzuatında Varlık/Konut Finansmanı Fonu (V/KFF) olarak düzenlenmiştir. İkinci adımda, özel amaçlı kurum satış işlemini fonlamak için sermaye

piyasası yatırımcıları için farklı risk dilimlerine bölünmüş varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eder. İhraç edilen kıymetler karşılığında edinilen nakitle özel amaçlı kurum dayanak varlıkları bünyesine katar. Edindikleri yatırım aracı karşılığında yatırımcılar, menkul kıymetleştirmeye konu olmuş varlıktan elde edilen getirilerin aktarıldığı bir emanet hesabından sabit veya değişken faiz elde eder. Kaynak kuruluş çoğunlukla ücret karşılığı nakit akışlarının uygun ve zamanında yapılmasını sağlayan yönetim hizmetlerini yerine getirmeye devam eder.

### ŞEKİL 1: MENKUL KIYMETLEŞTİRME



## Özel Amaçlı Kurum

Menkul kıymetleştirme için sıklıkla kullanılan özel amaçlı kurum türü üç ana başlıkta incelenebilir. Aktarım (pass-through) yapılarında varlığa dayalı menkul kıymet yatırımcısına dayanak varlıktan elde edilen anapara ve faiz ödemelerini düzenli kupon ödemeleri olarak aktarılır. Dönemsel ödemeler dayanak varlığa ilişkin anapara ödemelerini de içerdiğinden varlığa dayalı menkul kıymetin itfasına kadar dayanak

varlık amortisman yöntemiyle tamamen geri ödenir.

Döner (revolving) yapılarda ise kıymetleştirmeye konu dayanak varlıktan elde edilen nakit akışlarıyla yatırımcıya kupon ödemeleri gerçekleştirilirken bir yandan da yeni varlıklar havuza alınır. Bu yapı daha kısa vadeli varlıklar ile erken ödeme riski taşıyan alacaklara dayanarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerde vade uyumsuzluğunu bertaraf etmede kullanılır.

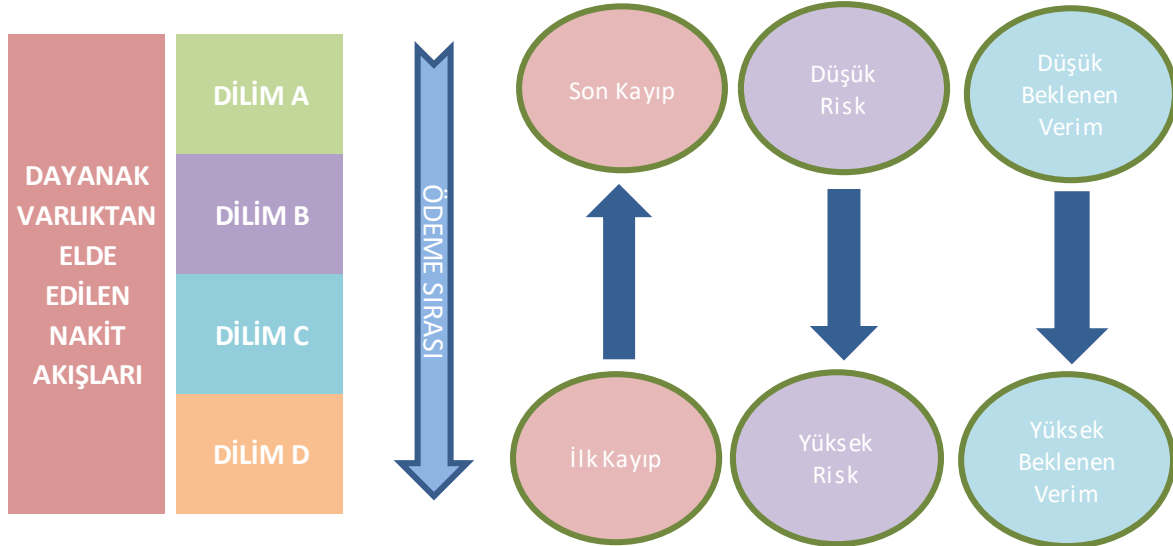
Ana İhraççı (master trust) yapılarda ise ihraççı yüksek meblağda varlık satın alarak değişen yatırımcı taleplerine yönelik ihraçlarda bulunurken yapının esnekliği sayesinde boşalan havuzu doldurmaya devam eder. Bu yapılar sayesinde ihraççı aynı özel amaçlı kurumu kullanarak farklı ihraçlar yapabilir. Yüklü varlıklar içeren aynı varlık havuzundan eşzamanlı ihraçların yapılması bu yapılar sayesinde mümkün olabilmektedir. Toplulaştırılarak bir havuzda muhafaza edilen varlıklar yatı-

rımcı istediği anda yatırımcı beklentileri doğrultusunda kıymetleştirilebilmektedir.

### Dilimleme

Dilimleme (tranching) dayanak varlıktan farklı risk ve getiri profiline sahip kıymet ihraç etmeyi ifade etmektedir. Farklı türleri bulunsun da pek çok varlığa dayalı menkul kıymet ardışık ödemeli modeli kullanılmaktadır. Dayanak varlıktan elde edilen nakit akışları öncelikle ayrıcalıklı dilimlere ödenir. Üst dilimler getiri ve kayıp ihtimalinin düşük, alt dilimler ise yüksek olduğu dilimlerdir. Bu sayede kıymetler farklı risk gruplarına göre dilimlenirken üst sıralamada yer alan gruplar bir anlamda gerektiğinden fazla teminatlandırılır. Ödemelerde aksama olduğu takdirde kayıplar alt sıralarda yer alan dilimlerdeki yatırımcılar tarafından karşılanır. Dilimleme sayesinde kayıplar risk grubuna göre üleştirildiğinden yatırımcı uygun bulunduğu risk profilindeki ihraca yatırım yapabilme fırsatına kavuşur.

### ŞEKİL 2: DİLİMLEME



### Kredi Notu

Kredi notu tayini varlığa dayalı menkul kıymetlerde ciddi önem taşımaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, dayanak varlığın ortaya çıkmasında rol oynayan kaynak kuruluşun yönetimsel ve operas-

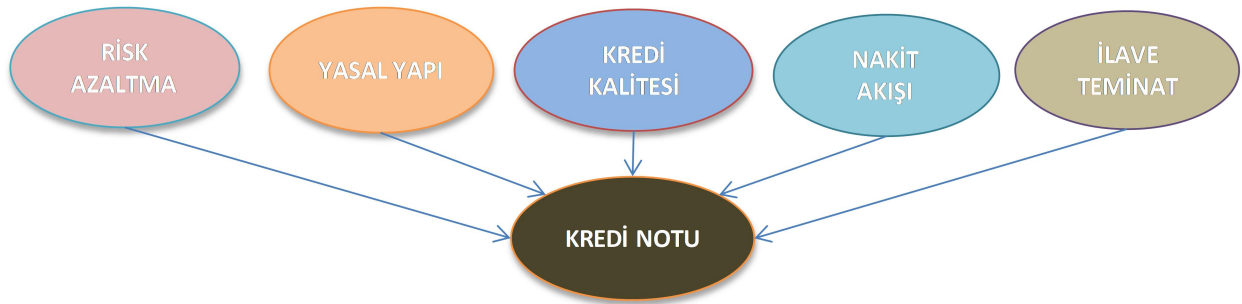
yonel kalitesi, dayanak varlığın olumsuz piyasa koşullarındaki dirayeti, özel amaçlı kurum ile ortaya çıkan ilişkiden doğan yasal ve vergisel riskler, vaat edilen ödemelerin yatırımcılara tamamen ve zamanında yapılacağına ilişkin nicel analizi arasında özellikle dilimleme pratiğine dikkat ederek

ihraç edilen menkul kıymet dilimleri için bir kredi notu tayin eder. Kaynak kuruluş düşük kaliteli ürünleri yatırımcılara sunduğu önyargısını kırmak için en alt dilimdeki menkul kıymetlerden belirli bir miktarını (%5'ini) kendi portföyü için satın almaktadır.

Kredi notu ihracın kredibilitesini artırmaya yönelik olarak ihraççılar dayanak varlığın haricinde çeşitli güvenceler de sunabilmektedir. Tipik bir kredi derecesi artırımı örneğinde yatırımcıya ek teminatlar, sigorta ve benzeri üçüncü taraf garantileri su-

nularak ödemelerin gerçekleşmeme riskine karşı ilave güvence verilmektedir. Örneğin, dayanak varlıktan edinilen nakit akışı kısmen yedek akçeye alınarak temerrüt riskine karşı yapı bünyesinde korunur. Bu sayede ödemelerin gerçekleştirilmemesi durumunda yatırımcılara ek bir güvenlik katmanı sağlanırken bu kaynaklarla yeni varlıklar alınarak dayanak varlık havuzunun yeniden yapılandırılması da mümkündür. Kredi mektubu, kefalet senetleri gibi harici kredi derece artırımı yöntemleri de bulunmaktadır.

### ŞEKİL 3: KREDİ NOTU BELİRLEME



Tipik bir kredi notunu belirleyen etkenler Şekil 3'te sunulmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşu öncelikle risk azaltma başlığı altında kaynak kuruluşun kredi tahsis standartlarını, havuza dahil edilecek varlıkların taramasını ve havuzun çeşitlendirmesini incelemektedir. Ardından yasal yapı analizi altında menkul kıymetleştirmeye konu havuzun kaynak kuruluştan yasal bağımsızlığını kontrol ve teyit etmektedir. Bir sonraki adımda, kredi kalitesi adı altında kaynak kuruluş, varsa hizmet sağlayıcı, menkul

kıymetleştirmeye taraf olan yatırım kuruluşlarının kredi notları incelenmektedir. Daha sonra nakit akışı başlığı altında yapının nakit akışı yeterliliği ve olası uyumsuzluklar ile yeterli ve vakitli nakit akışını sağlamaya yönelik ilave teminatlar tahlil edilmektedir. Son olarak, dahili ve harici ilave teminatlara göz atılmaktadır. Tüm bu analizlerin neticesinde kredi derecelendirme kuruluşu menkul kıymetleştirilmiş ürün için bir kredi notu tayin etmektedir.

### VDMK mı VTMK mı?

VDMK'ların önemli bir alternatifi varlık teminatlı menkul kıymetlerdir. VTMK finansal kuruluş bilançosunda bulunan varlıklara dayanarak ihraç edilen borçlanma aracıdır. Bu yönüyle menkul kıymetleştirme faaliyetinin bir ürünü değildir. İhraççının yükümlülüklerini yerine getirememesi halinde yatırımcının ihraççının belirlenmiş varlıkları üzerinde öncelik hakkı bulunur. Yatırımcı-

nın edineceği getiri dayanak varlıktan elde edilecek nakit akışlarına bağlı değildir; belirlenmiş varlık havuzu yalnızca ek teminat olarak kullanılmaktadır. Hem ihraççının tüm varlıkları hem de belirlenmiş varlık havuzu üzerinde hak sahibi olma durumu VTMK'nin melez ürün olarak adlandırılmasına da neden olmaktadır. Çoğunlukla Avrupa'da tercih edilen VTMK ihraçlarının ABD'de sınırlı kaldığı görülmektedir. Bunun

nedeni sermaye yeterlilikleri açısından VTMK'ye yönelik çeşitli ayrıcalıklardır.

VDMK'lerde özel amaçlı kurum vasıtasıyla varlıklar kaynak kuruluşun bilançosundan çıkarılır. Bu nedenle ihraççının bu varlıkların gelecekteki performansı ile ilgili bir yükümlülüğü bulunmaz. Buna karşın, ihraççının çoğunlukla bir banka olduğu VTMK'de ihraççı dayanak varlığın kalite ve sürekliliğini sağlamakla devamlı olarak yükümlüdür. Kaynak kuruluşun ödemelerini zama-

nında gerçekleştiremediği durumlarda VDMK yatırımcılarının ihraççının varlıkları üzerine doğrudan bir iddiası bulunamazken VTMK yatırımcıları benzer durumda ihraççının varlıkları üzerinde hak iddiasında bulunabilmektedir.

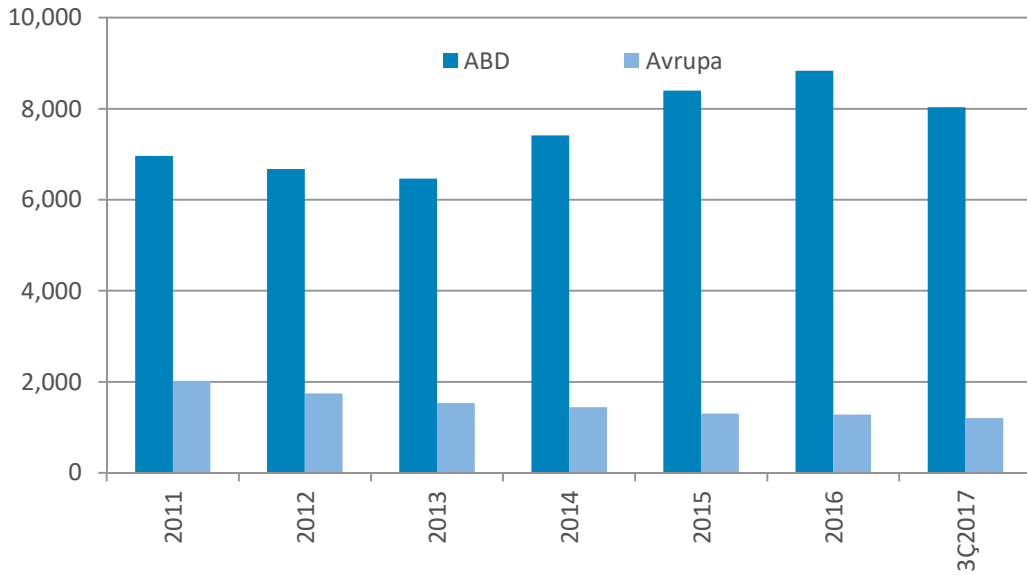
Yatırımcı VDMK edindiğinde dayanak varlığın temettü riskini üstlenirken VTMK'ye yatırım yaptığına yalnızca ihraççının tamamen temerrüde düşmesi halinde kayba maruz kalmaktadır.

## DÜNYA PİYASALARINDA MENKUL KIYMETLEŞTİRME

ABD ve Avrupa sermaye piyasaları dünyada menkul kıymetleştirme açısından sırasıyla birinci ve ikinci konumdadır. 2017'nin üçüncü çeyreği itibarıyla kıymetleştirilmiş ürün

stokunun 8 trilyon € ile ABD'de GSYH'ye oranının %52, Avrupa'da ise 1,2 trilyon € ile %9 olduğu görülmektedir.

**Grafik 2: ABD ve Avrupa'da VDMK Stoku (Milyar €)**

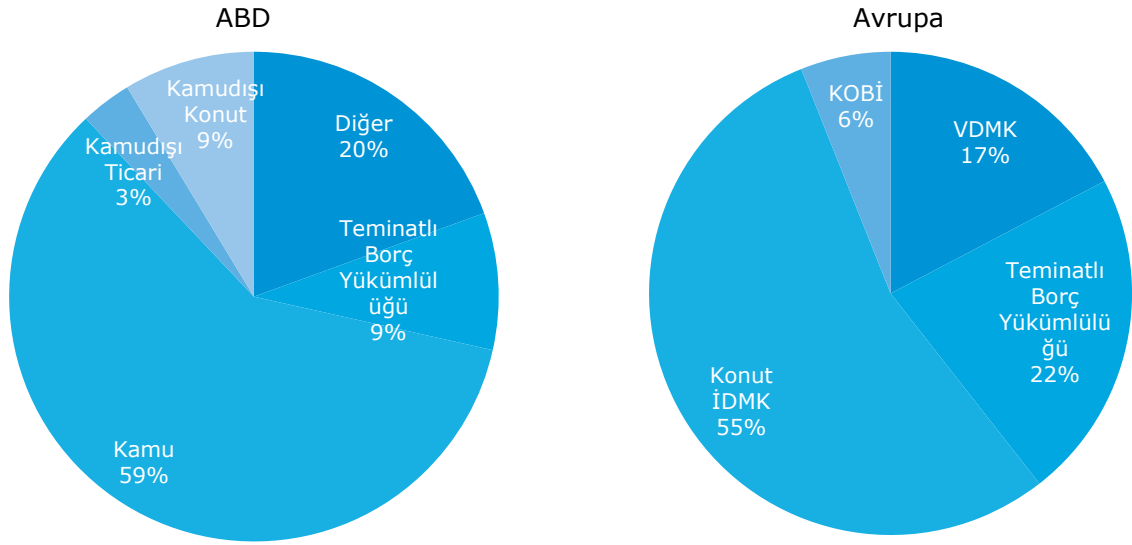


Kaynak: AFME

Her iki piyasada da menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin ana dayanak varlığı konut kredisi olarak ön plana çıkmaktadır. Mevcut kıymet

stokunun ABD'de %79'unun konut kredilerine dayanırken Avrupa'da bu rakamın %55 olduğu görülmektedir.

**Grafik 3: ABD ve Avrupa’da VDMK İhraçlarının Dayanak Varlık Dağılımı (2017/09)**



Kaynak: AFME

ABD’de menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin çoğunlukla Fannie Mae, Freddie Mac gibi devlet destekli kuruluşlar tarafından yapıldığı görülmektedir. Kamu dışı ihraççıların hacmi 1980’lerden bu yana büyüse de 2017 yılının ilk üç çeyreğinde yapılan ihraçlarda %65’le kamunun halen ağırlığını devam ettirdiği görülmektedir. 2007/08’e kadar kamu dışı kuruluşların ihraçlarında önemli artış yaşandığı ancak krizde yaşanan büyük kayıplarla ihraçların yavaşladığı anlaşılmaktadır.

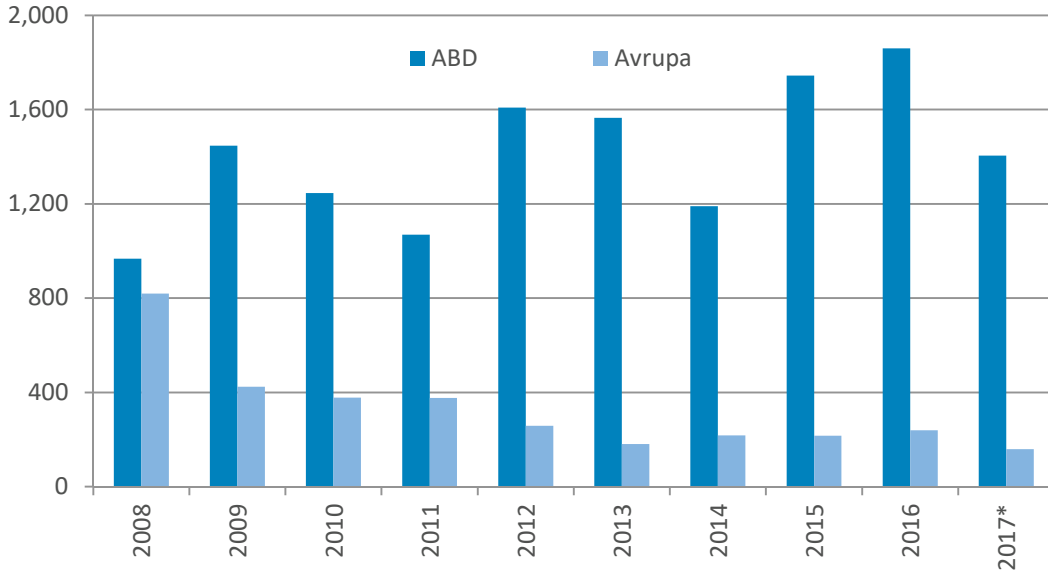
2008’den bu yana ABD’deki VDMK ihraçlarının dalgalı da olsa yükselerek 2017 sonu itibarıyla 1,4 trilyon €’yu aştığı, buna karşın ihraçların Avrupa’da 2008’in ardından dramatik olarak düşüş seyrine girdiği ve 2017’nin dokuzuncu ayı itibarıyla yalnızca 159 milyar € olduğu anlaşılmaktadır.

ABD’nin menkul kıymetleştirme faaliyetlerinde öncü olmasının en önemli nedenlerinden biri kamu garantisidir. Fannie Mae ve Freddie Mac kaynak kuruluşların ürettiği konut kredilerini satın alıp kıymetleştirerek

örtük devlet garantisi ile yatırımcılara pazarlayabilmektedir. Avrupa’da buna benzer bir sistem bulunmadığından finansal kuruluşlar ABD’nin aksine düşük maliyetlerle ihraç yapma fırsatına sahip olamamıştır. Bununla beraber muhasebe ve bankacılık düzenlemeleri ve tarihsel gelişim dolayısıyla varlık teminatlı menkul kıymetlerin Avrupalı finansal kuruluşlarca daha fazla tercih ediliyor olması da varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraçlarını baskılamıştır.

Menkul kıymetleştirmenin ABD’deki yaygınlığının tüketicilere sunulan konut kredilerinin özelliklerinin de önemli rol aldığı görülmektedir. Hareketli bir varlığa dayalı menkul kıymet piyasası bankalara bilançolarında bulunan kredileri dışarı çıkarma fırsatı sunarak sabit oranlı konut kredilerinin yaygınlaşmasına olanak tanımıştır. Buna karşın, finansal sistemde bankacılık kesiminin ağırlıkta olduğu ve VDMK ihraçlarının sınırlı kaldığı Avrupa’da konut kredilerinin çoğunlukla değişken faizli olduğu görülmektedir.

**Grafik 4: ABD ve Avrupa'da Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı (Milyar €)**



Kaynak: AFME (\*2017 Avrupa verisi üçüncü çeyrek itibariyledir)

ABD'deki hukuki yapı altında borçluların borçlarına karşılık tüm varlıklarıyla yükümlü olmadığı, buna karşın Avrupa'da yükümlülüklerini yerine getiremeyen borçluların hem mevcut varlıkları hem de gelecekteki nakit akışlarının borçlarına karşı tahsil edilebileceği görülmektedir. Bu durum Avrupa'da menkul kıymetleştirilmiş ürün piyasalarının gelişimini engellemiştir.

ABD'nin aksine Avrupa konut kredisi pazarının düzenlemeler ve geleneksel bankacı-müşteri ilişkisinin sürdürülmesi nedeniyle menkul kıymetleştirme için daha çetin olduğu anlaşılmaktadır. Avrupa'daki bankaların sermaye yeterliliklerinin yüksekliği ve tek tip kıymetleştirme yöntemlerinin bulunmaması kıymetleştirmeye olan ilginin sınırlı olmasına neden olmuştur. ABD'nin aksine Avrupa'da kredilerin bilanço dışına çıkarılmasının zorluğu, varlığa dayalı menkul kıymettense VTMK ihracına yönelik imtiyazlar ve sınırlı kamu desteği de kıymetleştirmenin gelişimini engellemiştir.

Finansal kriz öncesinde menkul kıymetleştirme faaliyetleri şirketler için Avrupa'da finansman olanaklarını zenginleştirirken

yatırımcılar için de yatırım aracı alternatiflerini artmasına neden olmuştur. Kriz esnasında Avrupa'daki kayıplar ABD'nin aksine hayli dramatik olmasa da menkul kıymetleştirmeye yönelik kuşku lar faaliyetlerin son yıllarda zayıflamasına neden olmuştur. Tablo 1'de gösterildiği gibi 2017'nin üçüncü çeyreği itibariyle Avrupa'daki en fazla stokun 304 milyar € ile Birleşik Krallık'ta bulunduğu, bunu sırasıyla 179 ve 161 € ile Hollanda ve İspanya'nın takip ettiği görülmektedir. Dünyada birinci sırada bulunan ABD ile Fransa hariç tabloda gösterilen her ülkede VDMK stokunun azaldığı görülmektedir. Avrupa'da yıllık ortalama %8 azalarak 8 yılda toplam stokun 2,2 trilyon €'dan 1,2 trilyon €'ya indiği anlaşılmaktadır. Buna karşın başta Almanya ve Fransa olmak üzere Avrupa ülkelerinde varlık teminatlı menkul kıymet ihracıları hayli fazladır.

Asya piyasalarına bakıldığında menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ABD ve Avrupa'nın gerisinde kaldığı, Çin'in 2016 sonu itibariyle 100 milyar \$'ı aşan ihracılarını 55 ve 43 milyar \$'lık ihraçlarla Kore ve Japonya'nın takip etmektedir.

**Tablo 1: Ülke Bazında VDMK Stoku (Milyar €)**

|                  | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017*        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ABD</b>       | <b>7,026</b> | <b>6,962</b> | <b>6,676</b> | <b>6,466</b> | <b>7,417</b> | <b>8,398</b> | <b>8,832</b> | <b>8,033</b> |
| <b>Avrupa</b>    | <b>2,170</b> | <b>2,023</b> | <b>1,745</b> | <b>1,532</b> | <b>1,441</b> | <b>1,303</b> | <b>1,279</b> | <b>1,205</b> |
| Birleşik Krallık | 642          | 588          | 500          | 447          | 408          | 336          | 318          | 304          |
| Hollanda         | 322          | 316          | 290          | 264          | 255          | 222          | 203          | 179          |
| İspanya          | 299          | 282          | 208          | 184          | 176          | 162          | 169          | 161          |
| İtalya           | 229          | 221          | 210          | 188          | 166          | 151          | 145          | 131          |
| Fransa           | 37           | 43           | 44           | 38           | 72           | 79           | 85           | 103          |
| Almanya          | 114          | 100          | 86           | 79           | 72           | 88           | 85           | 73           |
| Belçika          | 77           | 86           | 90           | 81           | 74           | 66           | 62           | 66           |
| Türkiye          | 5            | 4            | 2            | 2            | 2            | 1            | 1            | 1            |
| Diğer Avrupa     | 444          | 383          | 315          | 248          | 216          | 198          | 210          | 188          |

Kaynak: AFME (\*2017 Avrupa verisi üçüncü çeyrek itibarıyla)

Geleneksel borçlanma araçlarının getirilerinin hayli düşük, tarihsel temerrüt oranlarının asgari ve yaygın türev araçlarla risk yönetiminin gelişkin olduğu bir dönemde menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ihtiyatlı kredi verme, risk yönetimi ve yatırım- la ilgili asgari standartların düşürülerek düşük kaliteli kredi tahsisini teşvik ettiği anlaşılmaktadır.

Bunun en önemli nedeni sınırlı kaynaklarla kredi tahsis etmeye çalışan bankaların verdikleri kredileri bilançolarından çıkarma zorluğu ile karşı karşıya olmalarıdır.

## MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN 2007/08 FİNANSAL KRİZİNDEKİ ROLÜ

Geleneksel borçlanma araçlarının getirilerinin hayli düşük, tarihsel temerrüt oranlarının asgari ve yaygın türev araçlarla risk yönetiminin gelişkin olduğu bir dönemde menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin ihtiyatlı kredi verme, risk yönetimi ve yatırım- la ilgili asgari standartların düşürülerek düşük kaliteli kredi tahsisini teşvik ettiği anlaşılmaktadır.

2007/08 finansal krizi esnasında konut kredisine dayalı menkul kıymetlerin kredi notundaki hatırı sayılır gerileme menkul kıymetleştirilmiş ürün piyasasında ciddi bir düşüşe neden olmuştur. Konut kredisine dayalı kıymetlerle başlayan krizin kısa zamanda diğer varlığa dayalı menkul kıymetlere yayılmasıyla finansal krizin kapsam ve etkisi hızla artmıştır. Özellikle kriz öncesinde teminatlı borç yükümlülüklerinin yapısının finansal mühendislik teknikleri yardımıyla hayli karmaşık hale gelmesi yatırımcıların bu kıymetlerden kaynaklanan riskleri tahlil etmesine engel olmuştur. Örneğin, bazı teminatlı borç yükümlülükleri diğer varlığa dayalı menkul kıymetler üzerine

ihraç edildiğinden bu ürünlere yatırım yapan yatırımcılar asıl dayanak varlıktan hayli uzaklaşmıştır. Bu durum varlığa dayalı menkul kıymetlerin hızla değer kaybettiği finansal krizde önceden varlığı bilinmeyen önemli risklerin aniden belirerek yatırımcıları zarara uğratmıştır.

Menkul kıymetleştirme kontrolsüz kredi büyümesini tetikleyerek, kredi tahsis standartlarının düşürülmesine neden olarak ve çeşitlendirmeye neden olduğu yanılgısını yaratarak finansal krize sebep olduğu için eleştirilmektedir. Bankaların özellikle düşük kaliteli kredi tahsis ederek, bu kredileri menkul kıymetleştirmesi ve bu ürünleri basiretsiz yatırımcılara satması düzenleyicilerin finansal kriz sonrası menkul kıymetleştirme faaliyetleri üzerine eğilmelerine neden olmuştur. Bankaların finansal kriz ertesinde varlığa dayalı menkul kıymet yatırımcılarına kıymetler hakkında aldatıcı ve yanıltıcı yönlendirmede bulunmalarından ötürü yüklü tazminat ödediği görülmüştür.

Finansal kriz öncesi düşük gelirliyle yüksek faizli kredi verme faaliyetlerinin hızla

arttığı görülmektedir. Normal şartlar altında krediye erişim imkanı bulunmayan kişilerin yüksek faiz oranlarıyla da olsa konut kredisi edinebilmesi, bankaların müşteri portföylerini genişleterek daha fazla kredi tahsis edebilme olanaklarının ortaya çıkması ve özellikle kurumsal yatırımcıların varlığa dayalı menkul kıymetlere olan yoğun talebi bu artışta büyük rol oynamıştır.

Finansal krizin ardındaki nedenlerden en önemlisi tahsis edilen kredilerdeki kalitenin bankacılık sisteminde genel olarak zayıflamasıdır. Ödeme yetisi düşük kişilerin oturduğu mevkilerde gelir ve istihdamda iyileşme olmamasına rağmen yapılan konut kredisi başvurularının ret oranının finansal kriz öncesinde giderek düşmüştür. Bankaların önemli bir yükselen pazar olarak gördüğü bu meskenlerde kredi tahsis standartlarının gevşeterek kredi başvurularını daha az geri çevirmiştir. Menkul kıymetleştirmeye düşük kaliteli kredilerin yatırımcılara temlik edilebilmesi bankaların başvuru sahiplerini ihtiyatla elemeksizin kredi başvurularını daha az geri çevirmesine, daha fazla sorunlu kredinin ortaya çıkmasına ve neticede varlığa dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılarına yüksek kayba uğratmasına neden olan fasit zincire neden olmuştur.

Finansal krizin ardından yapılan değerlendirmeler bankaların kıymetleştirdiği kredilerin çoğunlukla sorunlu kredilerden oluştuğunu ortaya koymaktadır. Bankaların erken ödeme riski bulunan kredileri de menkul kıymetleştirmeye konu ettiği görülmektedir. Krizin ardından kıymetleştirilen ve bilançoda muhafaza edilen kredilerin farklı performans sergiledikleri görülmektedir (ters seçim).

Ancak kredi standartlarının düşürülmesinin kapsam ve etkisi konut kredisinde daha önemli olmuşken bu tesirin ticari kredilerde daha sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır. Bankanın firma ile ilişkisi kapsamında firmaya ilişkin gizli bilgileri süreçte peyderpey edinmesi ve firma riskini daha fazla bilgiye

dayanarak hesaplaması, ticari kredileri dayanak alan menkul kıymet yatırımcılarının ipoteye dayalı kıymetlere yatırım yapan yatırımcılardan daha az zarar etmesine neden olmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının 2007/08 finansal krizinin ortaya çıkmasında önemli rol oynadığı düşünülmektedir. 2000'lerin başından finansal krize kadar ipoteye dayalı menkul kıymetlerin önemli çoğunluğunun AAA kredi notuna sahip olduğu ancak bu kıymetlerin önemli çoğunluğunun kredi notunun kriz esnasında toplu şekilde yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürüldüğü görülmektedir.

Kredi notlarının yaygın olarak hatalı tayin edilmesinin önemli sebeplerinden biri kullanılan hesaplama yöntemlerinin varlığa dayalı menkul kıymetlerin karmaşık yapısını tahlil etmeye uygun olmamasıdır. Geleneksel tahvil ihraçlarında kullanılan harf cinsinden notların dilimleme sürecinden geçmiş varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları için kullanılması, özellikle ihracın ihracının tüm varlıklarına değil de sadece belirli bir havuzda toplanmış varlıklara dayanmasından ötürü, tüm riskleri kapsamadığından yeterli değildir. Bununla beraber, pek çok varlığa dayalı menkul kıymete ilişkin yeterli tarihsel veri bulunmaması kıymetlerin doğru ve tutarlı bir analizinin yapılmasına mani olmuştur.

İhraççıların kredi derecelendirme kuruluşları ile uzun vadeli ilişkilerinin bulunduğu durumlarda yapılan ihraçlara daha yüksek kredi notu tayin etme eğiliminde olduğu görülmüştür. Özellikle piyasanın yukarı yönlü hareket ettiği dönemlerde büyük ihraççıların yaptığı ihraçların yüksek kredi notu aldığı anlaşılmaktadır. Büyük ihraççıların yaptığı ihraçlarda varlığın büyük kısmının AAA notu aldığını, küçük ihraççılarda alt dilimlerin daha fazla ve daha düşük notlu olduğu görülmüştür. Finansal krizde büyük ihraççıların yaptığı ihraçların küçük

ihraççılara göre değerlerini daha hızlı yitirdiği görülmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında dilimleme, kredi notu artırımı gibi pratikler nedeniyle ihraç sürecinde ihraççı ile doğrudan çalıştığından ötürü derecelendirme kuruluşlarının bazı ihraçlarda kıymetlerin hak edilenin üzerinde bir notu almasına göz yumduğu görülmektedir.

Finansal krizin ortaya çıkmasında kredi derecelendirme kuruluşlarıyla beraber düzenleyicilerin de sorumlu olduğu düşünülmektedir. Düzenleyicilerin özensiz kredi tahsis pratikleri nedeniyle bankacılık sisteminde yoğunlaşan riskleri bertaraf etmeye yönelik önlem almadıkları anlaşılmaktadır.

Düzenlemelere ilişkin bir diğer önemli zayıflık, bilanço içi menkul kıymetlere uygulanan sermaye karşılıklarından kaynaklanmıştır. Bankalar kendi ihraçlarında AAA notlu dilimlere yatırım yaparak ayırmakla yükümlü oldukları asgari sermaye yükümlülüklerini asgari seviyeye indirmeyi hedeflemiştir. Oysa, kriz esnasında bu ihraçların kredi notlarının gerçekçi olmadığı, **MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN GELECEĞİ**

2007/08 finansal krizi dünya genelinde menkul kıymetleştirmenin çehresini ciddi bir şekilde değiştirmiştir. Krizden bu yana menkul kıymetleştirme piyasasının hacminin dünya genelinde azaldığı, artan risk algısı ile kıymet fiyatlarının yükseldiği ve ürünlerin karmaşık yapısının sadeleştiği görülmektedir. Finansal krizin ardından kıymetleştirme faaliyetlerindeki en büyük değişiklik düzenlemelerde yaşanmıştır.

2009'da Pittsburgh, ABD'de gerçekleştirilen G20 zirvesinde alınan kararlar kapsamında finansal kuruluşların risk tutma ve gerekli özen ilkeleriyle kamuyu aydınlatma pratiklerini iyileştirme gayeleri doğrultusunda asgari sermaye gereksinimi, harici kredi notuna bağımlılığının azaltılması ve şeffaflık hususlarında Basel Bankacılık Denetim

VDMK'lerin hayli iyimser derecelendirildiği dolayısıyla bankaların kredi riskleriyle uyumlu karşılık ayırmadığı ortaya çıkmıştır.

2007/08 finansal krizinin bankaların düşük kaliteli konut kredisi vermesi, kredi derecelendirme kuruluşlarının basiretsiz notlandırma uygulamaları ve düzenlemelerdeki kırılganlıklar olarak kabul görmüşse de finansal krizin devlet politikalarından kaynaklandığını savunan görüşler de mevcuttur.

ABD yönetiminin normal şartlar altında konut kredisi edinemeyecek kişilere Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kuruluşların faaliyetleri nedeniyle kredi verilmesini sağladığı ve bu durumun da finansal krize doğru ilerleyen süreçte sorunlu konut kredilerinin aşırı artmasına neden olduğu ileri sürülmektedir. Menkul kıymetleştirmeye konu olan bu kredilerin önemli bir kısmı Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kamu kuruluşlarının bilançolarına girmiştir. Bu görüşün savunucuları popülist ve sorumsuz konut politikalarının finansal sistemde sorunlu kredilerin yüksek hız ve hacimde birikimine neden olduğunu belirtmektedir.

Komitesi tarafından düzenlemeler yapılmıştır. Bankalar açısından büyük önemi bulunan sermaye yeterliliklerinin finansal krizden bu yana istikrarlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Basel II düzenlemelerinde etkinlikle çözümlenemeyerek 2007/08 krizinde finansal sistemi tehlikeye atan harici kredi notuna orantısız bağımlılık, risklerin öngörülmesinde zayıflık ve değerlemedeki sorunlar dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarındaki olası ani düşüşler Basel Komitesi'nin 2018 Ocak itibarıyla yürürlüğe giren düzenlemeleriyle bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Örneğin, Basel Komitesi ile IOSCO'nun 2015'te menkul kıymetleştirilmiş ürünler için belirlediği sade, şeffaf ve standart tanımı, bu tanıma uyan kıymetler için daha düşük sermaye ayrılmasına olanak sağlamaktadır. Portföyünde bu tanıma gi-

ren ürünler bulunduran bankalar daha düşük sermaye karşılığına ihtiyaç duyarken yatırımcıların aktif ve güvenilir bir menkul kıymetleştirme piyasasına erişimi kolaylaştırılmaktadır.

İhraççı ile yatırımcının menfaatlerini hizalamayı amaçlayan risk tutma ve gerekli özene ilişkin düzenlemeler Avrupa Birliği'nde 2011'den bu yana uygulanmaktadır. Kaynak kuruluş ya da ihraççının menkul kıymetleştirilmiş ürünün yatırımcılara sunulabilmesi için ürüne dolaylı ya da doğrudan en az %5 oranında yatırım yapmış olması gereklidir. Benzer düzenlemeler ABD'de ise 2014 Ekiminde yürürlüğe girmiştir.

Menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin değerlerinin belirlenmesinde harici kredi notlarına olan bağımlılığı azaltarak dahili kredi notlarının kullanımını özendirmeye yönelik düzenlemelere rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarının belirlediği kredi notlarının piyasa genelindeki ağırlığı incelendiğinde bu notların belirlenmesi süreci ile ilgili düzenlemelere de gidilmiştir. Finansal İstikrar Kurulu'nun 2010 tarihli Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Bağımlılık Azaltma İlkeleri ışığında yapılan düzenlemeler sadece kredi derecelendirme kuruluşlarını değil kaynak kuruluş ile ihraççıları da bağlamaktadır. Örneğin, Avrupa Birliği'ndeki uygulamalara göre ihraççı menkul kıymetleştirilmiş ürünü için iki bağımsız derecelendirme kuruluşundan ayrı ayrı not alması, kuruluşlar arası rekabeti kızıştırmak için seçilen kuruluşlardan en az birinin pazar payının %10'dan az olması ve ihraççı ile kaynak kuruluşun menkul kıymetleştirme faaliyetlerine özgü verileri yayımlamak gibi gereksinimler bulunmaktadır.

Basel Komitesi tarafından 2009 ile 2016 arasında farklı tarihlerde yapılan düzenlemelerle menkul kıymetleştirilmiş ürünleri portföyünde bulunduran bankaların tabi olduğu asgari sermaye karşılıkları artırılırken bankalar için likidite gereksinimleri

getirilmiş ayrıca şeffaflığı artırmaya yönelik kurallar oluşturulmuştur.

Basel Komitesi tarafından 2015'te düzenlenerek 2018 Ocak'ta yürürlüğe giren *Revi-ze Üçüncü Blok Kamuya Açıklama İlkeleri* menkul kıymetleştirme faaliyetlerinde bulunan bankaların şeffaflığını artırmaya yönelik kamuyu aydınlatma pratiklerini geliştirmeyi hedeflemektedir. Bu sayede, paydaşların bankaların görece risklerini benzer bankalarla karşılaştırılmasını sağlanmaktadır. Düzenleme ile bankaların maruz kaldığı kredi riski ve yasal sermaye yükümlülükleri hakkındaki bilgiler kamuoyuna daha şeffaf şekilde sunulmaya başlanmaktadır.

Avrupa'da varlığa dayalı menkul kıymet piyasası kriz öncesinde hayli hareketliken krizin ardından hayli küçülmüştür. AFME verilerine göre, Avrupa'da 2007 yılında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymet hacmi 418 milyar € iken bu rakam 2017'nin üçüncü çeyreği itibarıyla 160 milyar €'ya gerilemiştir. Sermaye piyasalarına erişimi nispeten sınırlı olan Avrupalı küçük ve orta büyüklükteki işletmeler finansmana çoğunlukla bankalar üzerinden erişmektedir. Kamu otoriteleri, Avrupa ekonomisinin önemli bir bölümünü teşkil eden bu işletmeleri desteklemek için özellikle Avrupa Merkez Bankası aracılığıyla faaliyetlerde bulunmuştur. Avrupa Merkez Bankası'nın bankalara likidite sağlarken teminat olarak kabul ettiği varlığa dayalı menkul kıymetlerin önemli bir bölümünün şu an bankalarca sadece bu likiditeye erişim için kurgulandığı görülmektedir. Ayrıca, menkul kıymetleştirme faaliyetlerini artırmak ve borçlanma maliyetlerini düşürmek için Avrupa Yatırım Fonu'nun yapılan ihraçlar için garanti sağladığı görülmektedir.

Avrupa Birliği genelinde sermaye piyasalarının uyumlaştırılması gayesiyle yürütülen çalışmalar kapsamında Ekim 2017'de Avrupa Parlamentosu'nda Menkul Kıymetleştirme Düzenlemesi (Securitisation Regulation) ve Menkul Kıymetleştirme İhtiyati

Düzenlemesi (Securitisatıon Prudential Regulation) kabul edilmiştir. Menkul Kıymetleştıirme İhtiyatı Düzenlemesi ise Sermaye Yükümlölükleri Düzenlemesi'nin menkul kıymetleştıirmeye yönelik hükümlerini ika-me ederek banka ve yatırım fonu gibi kurumsal yatırımcıların varlığa dayalı menkul kıymetlere olan yatırımları nedeniyle maruz kaldıkları sermaye yükümlölüklerinin hafifletilmesine yönelik ana çerçeveyi ortaya koymaktadır. Bu iki düzenleme ile Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından kabul edilen menkul kıymetleştıirmeye ilişkin Basel IV hükümlerine Avrupa genelinde uyum sağlanmıştır. Düzenlemelerin tamamının yürürlüğe girmesi 2019 Ocagına kadar sürecektir.

Menkul kıymetleştıirme pratiklerinin uyumlaştırılması neticesinde maliyetlerin azaltılarak Avrupa genelinde finansmana ulaşımın kolaylaştırılması, bu sayede büyümenin desteklenmesi hedeflenmektedir. Farklı

## GENEL DEĞERLENDİRME

Menkul kıymetleştıirme genel olarak likit olmayan varlıkların alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüştürölmesi faaliyetini ifade eder. Menkul kıymetleştıirme faaliyetleri finans dışı kurumlarca da yapılabilse de işlemlerin daha çok banka ve benzeri finansal kuruluşlar tarafından gerçekleştirildiği görölmektedir. Kıymetleştıirmenin sermaye piyasalarında yaygınlaşmasıyla beraber bankaların geleneksel iş modellerinden saparak tahsis ettikleri kredileri havuzlaştırarak yatırımcılara sattıkları anlaşılmaktadır. Menkul kıymetleştıirme kaynak kuruluş-tan son yatırımcıya kadar pek çok tarafın dahil olduğu bir faaliyet olduğundan menkul kıymetleştıirilmiş ürünlerin geleneksel sermaye piyasası araçlarına göre daha karmaşık bir yapısı olduğu görölmektedir. En yaygın menkul kıymetleştıirilmiş ürün varlığa dayalı menkul kıymettir.

İlk menkul kıymetleştıirme örnekleri hayli eski olsa da çağdaş kıymetleştıirme pratik-

ölkelerde mukim yatırımcılar diğör ölkelerde bulunan bankaların yaptığı ihraçlara uyumlaştırmadan kaynaklanan maliyet avantajı sayesinde daha uygun maliyetle yatırım yapabilecektir.

Bu düzenlemelerle menkul kıymetleştıirmeye yönelik sektörel farklılıklar ortadan kaldırılarak yeknesak bir uygulamaya geçilecek, bireysel yatırımcılara satış yapılmadan önce uygunluk ve yerindelik testleri yapılacaktır, düzenlemelere riayet edilememesi halinde maruz kalınacak yaptırımlar idari para cezalarından hürriyeti bağlayıcı cezalara kadar varabilecek, yatırım ve emeklilik fonu yöneticileri varlığa dayalı menkul kıymetlere yaptıkları yatırımlarda titizlik ve özen ilkelerine riayet edecek, menkul kıymetleştıirme faaliyetleri kapsamında yapılan işlemlerin muhafazası için kapsamlı veri tabanları oluşturulması için yeni çerçeve oluşturulacaktır.

lerinin 1970'lerde ABD'de tomurcuklandığı görölmektedir. Kıymetleştıirmenin yaygınlaşmasında Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet destekli kuruluşların etkili olduğu, özel sektörün aşamalı olarak faaliyetlere dahil olmasıyla 1980'lerde hacmin arttığı anlaşılmaktadır. Finansal krize değin menkul kıymetleştıirilmiş ürün ihracında hızlı bir artışın yaşandığı, krizin ardındansa ihraç hacminde belirgin bir düşüşün olduğu görölmektedir. Finansal krize yönelik olarak düzenleyicilerin yoğun düzenlemelerde bulunduğu, bunun kıymetleştıirme piyasasının geleceğini belirlemede önemli rol oynadığı anlaşılmaktadır.

2007/08 finansal krize kadar menkul kıymetleştıirme, likidite sağlama, mevduata alternatif finansal kaynak yaratma ve risklerin geniş bir yatırımcı tabanına dağıtılması gibi olumlu etkilerle ön plana çıkmıştır. Tüm bu etmenler bankaların finansmana daha düşük maliyetlere ulaşarak daha karlı

olmalarına neden olmuş, kıymetleştirmenin finansman olanaklarının çeşitlenmesine katkısı olumlu olmuştur. Ancak tahsis edilen kredilerin bilanço dışına çıkarılabilmesi bankaları özellikle konut kredilerinde kredi tahsis standartlarını düşürerek daha fazla risk almaya sevk etmiştir. Ancak bu durum bankacılık sektörü üzerinde olumsuz rol oynayarak finansal istikrarı tehlikeye sokmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları ihraççılarla olan yakın ilişkilerinin de etkisiyle eşikaltı ihraçlara yatırım yapılabilir notu vererek yatırımcıların değerlendirmelerini çarpıtmıştır. Ayrıca, tabi oldukları sermaye yeterlilik yükümlülüklerindeki yasal boşluklar nedeniyle bankaların menkul kıymetleştirme aracılığıyla bir takım zayıflıkları gizleme fırsatına kavuşarak bankacılık sektöründe risklerin yoğunlaşmasına olanak tanıdıkları görülmektedir.

Finansal krizi müteakip varlığa dayalı menkul kıymetlere yönelik önemli düzenlemeler

yapılmıştır. Menkul kıymetleştirmenin ekonomiye yönelik önemli katkıları nedeniyle düzenleyicilerin kıymetleştirme piyasasını canlandırmak istediği anlaşılmaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin geleneksel olarak en büyük alternatifi VTMK'ler olmuştur. VTMK'ler Avrupa sermaye piyasalarında köklü bir geçmişinin olduğu, menkul kıymetleştirilmiş ürünlere göre nispeten suiistimale daha az açık olmuştur. Bunun nedeninin VTMK yönelik düzenlemelerin daha sıkı olması ve bu ürünlerin yapısının menkul kıymetleştirilmiş ürünlere nispeten daha basit olduğundan yatırımcı menfaatleri ile daha uyumlu olması örnek gösterilebilir. Avrupa Birliği yeni düzenlemelerle menkul kıymetleştirme faaliyetlerini hareketlendirmek ve Avrupa genelinde uyumu tesis ederek ihraçları teşvik etmek istemektedir.

## KAYNAKLAR

2017 Fact Book, SIFMA

Asset Securitization in Asia, Ian H. Giddy, New York University (2000)

Common Rules and New Framework for Securitisation, EU Legislation in Progress, European Parliament (2017)

Covered Bonds vs. Assets Securitization, Silviu Eduard Dinca, University of Craiova, Romania (2014)

Overview of the Global Securitized Markets, Morgan Stanley (2017)

Revised Pillar 3 Disclosure Requirements, Basel Committee on Banking Supervision (2015)

Role of Bank in Asset Securitization, Cetorelli and Peristiani, (2012)

Role of Financial Innovation in Society and Investing in Climate Change, Goetzmann and Rouwenhorst, Center for Business and Environment at Yale (2007)

Securitisation & Structured Finance Handbook, EuroMoney Handbooks, EY (2014/15)

Securitisation Data Report, European Structured Finance Q3: 2017, AFME

Securitization and the Global Economy: History and Prospects for the Future, Bonnie Buncanan (2017)

Securitization in Asia, ASIFMA (2015)

Securitization: Past, Present and Future, Deku and Kara (2017)

Securitization: The Road Ahead, IMF Staff Discussion Note, Segoviano, Jones, Lindner and Blankenheim (2015)

Structured Finance and Securitization: 2016 year in Review, Hunton & Williams (2017)

Structured Finance & Securitisation, Patrick Dolan (2017)

Understanding Securitization: Background – Benefits – Risks, European Parliament, Delivorias (2015)

Update to the IOSCO Peer Review of Implementation of Incentive Alignment Recommendations for Securitisation, IOSCO (2017)

US Securitization Year in Review, SIFMA (2016)



# MiFID II VE ETKİLERİ

Ekin Fıkırkoca

Avrupa Birliği'nin bünyesinde sermaye piyasalarının etkinliğini arttırmak amacıyla hazırlanan Finansal Ürün Piyasaları Direktifi (MiFID - Markets in Financial Instruments Directive) 1 Kasım 2007 tarihinde yürürlüğe girmişti. Yatırım kuruluşlarının faaliyetleri, yatırım hizmetleri ile yatırım araçlarının işlem gördüğü mecraları düzenleyen bu direktif ile yatırım şirketlerinin kendi ülkelerindeki yetkili otoritelerinin izniyle AB ülkeleri içerisinde asgari bürokratik koşullarla hizmet vermeye başlamış, yatırım şirketlerinin müşteri emirlerini alternatif işlem sistemlerinde gerçekleştirebilmesine imkân tanınmış, yatırımcı koruması artırılmıştı. Ülkemizdeki yeni Sermaye

ve Piyasası Kanunu da bu direktif dayanak alınarak güncellenmişti.

2007-2008 finansal krizinin ardından AB 2010 yılında MiFID'in eksiklerinin giderilerek güncellenmesi için çalışmalar başlatmış, 2011 yılında Avrupa Komisyonu yeni direktif ile MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) taslaklarını hazırlamıştır. Yeni direktif ile MiFIR topluca MiFID II adıyla anılmaktadır. Yapılan istişareler sonunda 2014 yılında MiFID II nihai halini almıştır. Düzenlemelerin yürürlük tarihi başlangıçta 2017 başı olarak öngörülmüş olsa da ESMA (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi) önerisi ile yürürlük tarihi 2018 başına ötelenmiştir.

## MiFID II NELER GETİRİYOR?

Yeni düzenlemeler ile yatırım kuruluşları (dâhil olmak üzere), kurumsal yatırımcılar, serbest fonlar, borsalar, yüksek frekanslı işlem yapanlar gibi finansal piyasaların tüm alanları ve daha önce kapsanmayan emtia ve yabancı para türevleri ve karbon emisyonları gibi ürünler de kapsamaktadır. Kapsama AB içinde hizmet sunan yabancı firmalar ile yabancı ihraççılar tarafından ihraç edilmiş ancak AB'deki herhangi bir piyasada (alternatif işlem platformları dâhil) işlem gören ürünler de girmektedir. Bu anlamda örneğin Türkiye Cumhuriyeti Hazinesinin yurtdışında çıkardığı eurobond'lar veya yapılandırılmış mevduatlar (mevduat ile yatırım ürünü içeren-structured deposit) da MiFID II kapsamına girmektedir. Düzenlemeler ile

yatırımcı korumasının artırılması ve piyasadaki şeffaflığın artırılarak işleyiş kurallarının iyileştirilmesi amaçlanmaktadır.

MiFID II'nin kapsamı dolayısıyla etkilerinin AB dışında tüm dünyadaki sermaye piyasası faaliyetlerine uzanacağı beklenmektedir. Bununla beraber, değişiklikler çok geniş alanda olduğundan, nelere yol açacağı konusunda belirsizlikler söz konusudur.

## İşlem platformları

MiFID'de düzenlenmiş piyasalar (regulated markets) ile borsalara alternatif olan çok taraflı işlem kanalları/alternatif işlem platformları (MTF - Multilateral Trading Facility) tanımlanıyordu. Yeni düzenlemede

organize işlem kanalları (organized trading facilities - OTF) kavramı eklenmektedir. Organize işlem kanallarında, tahviller, yapılandırılmış ürünler, karbon emisyonları veya türev ürünler işlem görebilecektir. OTF'lerin MTF'lerden temel farkı, sistem işletmecisinin emir iletimi konusunda takdir yetkisi kullanabilmesi ve hisse senetlerinin işlem göremiyor olmasındadır.

Yeni düzenleme ile AB yatırım kuruluşları hisse senetleri işlemlerini yalnızca düzenlenmiş piyasalar, çok taraflı işlem platformları, organize işlem kanalları ve AB ile eşdeğer olduğu onaylanan üçüncü ülke piyasalarında yapılabilecektir. Bu platformlar ile müşteri emirlerini organize piyasa dışında kendi portföyünden karşılayan kurumlar (systematic internaliser) nezdinde işlem gören hisse senetlerinin bu platformlar dışında işlem görmesi yasaklanmaktadır.

Yurtdışı senetlerde eşdeğerlik söz konusu değilse ilgili piyasada işlem gören hisse senetlerinin ancak çifte kotasyona tabi olduğu düzenlenmiş piyasa veya çok taraflı işlem platformlarında işlem yapılabilmesi mümkün olacaktır. Bu durumun bazı gelişmekte olan ülke piyasalarını olumsuz etkilemesi beklenmektedir.

"Dark pool" olarak adlandırılan ve daha düşük işlem öncesi kamuyu aydınlatma hükümlerine tabi alternatif işlem kanallarında yoğunlaşmanın azaltılması ve böylelikle şeffaflığın artırılması amacıyla hisse senetleri için işlem hacmine işlem platformu bazında ve toplamda sınırlamalar getirilmektedir (double volume cap). Böylelikle, herhangi bir 12 aylık dönemde, bir işlem platformunda işlem gören bir hisse senedinin işlem hacmi, dönemde aynı hissenin AB genelinde gerçekleşen toplam işlem hacminin %4'ünü geçemeyeceği düzenlenmiştir. Bununla beraber, yine herhangi bir 12 aylık dönemde AB genelinde tüm platformlarda bir finansal aracın

toplam hacmi, ilgili hisse senedinin toplam hacminin %8'i ile sınırlanmaktadır.

### **Algoritmik ve yüksek frekanslı işlemler, doğrudan erişim**

İşlem sistemlerinin dayanaklılığını sağlamak, likidite azaldığında ani düşüşleri ve hatalı işlemleri engellemek üzere yüksek frekanslı işlem firmaları çeşitli sınırlamalara ve izne tabi olacaktır. Bu kapsamda işlemlerin sıralı kayıtlarının tutulması ve piyasa yapıcılığında bulunan algoritmaların faaliyetlerini kesintisiz sürdürme zorunluluğunu getirilmektedir. Yanı sıra, algoritmaların katılımcılar tarafından test edilmesi ve iş sürekliliği planlarının bulunması gerekmektedir.

Düzenlemeye göre yalnızca MiFID II'ye göre düzenlenen yatırım kuruluşları ile eşdeğer bulunan üçüncü ülke firmaları müşterilerine doğrudan elektronik erişimle (Direct Electronic Access-DEA) AB borsalarına erişme imkânı sunabilecektir. Bu imkânı sunan yatırım kuruluşlarının gerekli risk kontrollerini yapması beklenmektedir. Doğrudan elektronik erişim müşterilerinin de MiFID kurallarına uyması gerekmektedir.

### **Türev işlemler**

Yeni düzenleme ile takası merkezi karşı taraf ile yapılan (bu ancak karşı taraflar finansal kurum ise veya korunma amaçlı işlemler hariç takası yapılacak işlemlerin temsili değeri kontrat tipine göre değişmekle beraber en az 1 milyar €'dan yükseğe veya AB dışındaki kurumlar ise yapılan işlemler AB'yi doğrudan etkiliyorsa) ve yeterli likiditeye sahip bazı türev sözleşmelerinin işlem platformları üzerinde işlem görmesi zorunlu olmaktadır. İşlem platformu terimi düzenlenmiş piyasalar, çok taraflı işlem kanalları, organize işlem kanalları ile eşdeğer yabancı kurumları kast etmektedir. Bu düzenleme sistemik riski

azaltmak üzere G-20 kararlarında öngörülmüştü.

Borsalarda işlem gören türev işlem sözleşmelerinde takas ve mutabakat işlemleri de rekabete açılmaktadır. Yatırım kuruluşları diledikleri takas merkeziyle çalışabilecek, işlem platformunun takas kurumuyla sınırlı olmayacaktır (open access). Bu düzenlemeye tabi türev ürünlerin hangileri olacağı henüz netleşmemiş olmakla beraber, faiz swapları ve kredi temerrüt swaplarının (CDS) dâhil olduğu bilinmektedir.

Piyasada istikrar sağlamak üzere, organize piyasalarda ve tezgâh üstünde işlem gören emtia türevleri ve karbon emisyonları için düzenleyici otoritelerin kişilerin tutabileceği pozisyonlara ürün bazında işlem sınırları tanımlaması öngörülmüyor. Hâlihazırda yerel düzenleyiciler ürün bazında bu sınırları belirleyip ESMA onayına sunuyor.

### Şeffaflık

İşlem öncesi ve sonrası açıklanması gereken bilgilerin kapsamı genişlemektedir. Daha önceki düzenlemede hisse senetleri ile ilgili olan işlem öncesi açıklama yükümlülükleri (alış-satış kotasyonları, derinlik) tahviller, BYF'ler, yapılandırılmış ürünler, karbon emisyonları ve türev ürünler için de getirilmektedir. Bu yükümlülükler tüm işlem platformları ve müşteri emirlerini organize piyasa dışında kendi portföyünden karşılayan kurumlar (systematic internaliser) için geçerlidir. Şeffaflık yükümlülüklerinde, yüksek tutarlı işlemler ve likit olmayan kıymetler durumunda yerel düzenleyiciler istisna tanıyabilmektedir.

Bu tip verileri derlemek üzere hizmet verecek özel kurumların da yetkilendirilmesi söz konusudur. Yatırım kuruluşlarının verilerini yayınlamak üzere Approved Publication Arrangement - APA, yatırım kuruluşlarının işlem verilerini düzenleyici otoritelere iletmek üzere Approved Reporting Mechanism - ARM ve borsaların anlık fiyat verile-

rini yayınlayan Consolidated Tape Provider - CTP şirketleri yetkilendirilecektir.

Şeffaflık artırıcı önlemlerle beraber piyasa katılımcılarına verilen uluslararası tüzel kişi kimlik kodlarının (Legal Entity Identifier - LEI) kullanımı 2018 yılı itibarıyla zorunlu olmuştur.

### Yatırımcı koruma

MiFID II yatırım kuruluşlarına müşterileri emirleri için anlaşılır ve açık şekilde kaleme alınmış "en iyi uygulamalar" (best execution) politikası geliştirmesi ve bunu açıklaması yükümlülüğü getirmektedir. Bu kapsamda yatırım kuruluşları finansal araç ve müşteri tipi bazında işlemlerini gerçekleştirdikleri ilk 5 işlem platformu ve emir ilettikleri ilk 5 yatırım kuruluşunu da yıllık olarak yayınlayacaktır.

Yatırım kuruluşlarının müşterilerine sundukları portföy yönetimi veya bağımsız finansal danışmanlık hizmetleri dolayısıyla üçüncü taraflardan parasal veya parasal olmayan menfaat elde edemeyecektir. Çeşitli menfaatler söz konusu ise, bunlar yatırımcılara iletilecektir.

Yatırım danışmanlığında müşterilere yapılacak açıklamaların kapsamı genişleyecektir. Düzenlemede "bağımsız danışmanlık" kavramı tanımlanmaktadır. Bağımsız danışmanlar sadece bir firmanın sunduğu değil daha geniş bir finansal ürün gamı içinden müşteri çıkarlarına en uygun ürünlerin tavsiye eden profesyoneller olarak nitelendirilmektedir. Müşterilere verilen hizmetin "bağımsız danışmanlık" olup olmadığı belirtilecektir.

Yatırım kuruluşları sattıkları finansal ürünlerin risklerini daha açıkça belirleyerek yalnızca uygun müşterilere satabilecektir. Müşterilerden ziyade yatırım kuruluşuna faydası olan ürünlerin ihracının azalması hedeflenmektedir.

Finansal bir zorluk durumunda müşteri varlıklarının korunması ve yatırım kuruluşunun müşteri varlıklarından çıkar elde etmesinin önüne geçilmesi için de çeşitli düzenlemeler getirilmiştir. Müşteri varlıklarının grup bankasında tutulabilecek kısmına ilişkin %20 oranında bir sınır söz konusudur. Müşteri varlıklarının izinsiz kullanılması engellenmekte, müşteri parasının değerlendirileceği para piyasası fonları için kredi notlarının dışında yatırım kuruluşunun da kendi değerlendirmesini (due diligence) yapma yükümlülüğü getirilmektedir. Bu kapsamda müşteri varlıklarının tutulduğu kurumlarda çeşitlendirmeye gidilmesi de öngörülmektedir.

Yatırım kuruluşları müşterilere uyguladığı ücretlere ilişkin daha detaylı bilgiler açıklayacaktır. Aracılık maliyetleri, yatırım danışmanlığı vs. ücretlerin açıkça belirtilmesi gerekmektedir.

### **Araştırma hizmetleri ücretlendirilmesi**

MiFID II'nin en fazla etkileyeceği alanlardan biri araştırma hizmetlerinin fiyatının ayrıştırılması konusudur. Şimdiye dek yatırım kuruluşlarının sunduğu araştırma hizmetleri işlem komisyonlarının içine dâhil ediliyor, ayrıca faturalandırılmıyordu. Kurumsal yatırımcılar araştırma analistlerinden raporlarının yanı sıra, telefon görüşmeleri vs. gibi kanallarla bilgi alıyordu. Ayrıca, analistler tarafından şirket yöneticileriyle organize edilen etkinlikler vasıtasıyla şirketler hakkında bilgi alıyordu. Yeni düzenleme ile müşterilere ücretler ile ilgili daha detaylı bilgi yükümlülüğü getirilirken, araştırma hizmetlerinin de ayrıca fiyatlandırılması gerekmektedir. MiFID II ile portföy yöneticilerine ücretsiz araştırma hizmetinin sunulması mümkün olmayacaktır.

### **İşlem kayıtları ve uyum politikaları**

Yatırım kuruluşlarının müşterileri için en uygun fiyattan işlem yaptıklarını belgelemeleri gerekmektedir. Bu amaçla tüm iş-

lemlerin bilgilerinin raporlanması söz konusu olacaktır. Müşteri emirleriyle ilgili, emirin alınması, iletilmesi ve gerçekleşmesi aşamalarında, tüm telefon kayıtlarının (örneğin müşteri ile satış departmanı, firma içinde satış departmanı ile trading departmanı arasında) ve elektronik haberleşme kayıtlarının (e-posta, video konferans veya mobil haberleşme uygulamaları benzeri tüm kanallar) saklanması gerekmektedir. MiFID II'de öngörülen saklama süresi 5 yıl olmakla beraber, yerel düzenleyicilerin bu süreyi arttırma yetkisi bulunmaktadır. Örneğin Almanya kayıtların saklanma süresini 10 yıl olarak öngörmüştür.

Bu kapsamda, işlemlerin zaman damgası (time stamp) taşınması, yatırım kuruluşları ile işlem platformlarının saatlerinin Eşgüdümlü Evrensel Zaman (UTC) ile senkronize edilmesi gerekmektedir. Sonuçta, yatırım kuruluşlarının saklayacağı verilerin (fiyat ve hacim bilgileri dâhil) hacminde önemli bir artış beklenmektedir.

MiFID II yatırımcı koruma ve şeffaflık önlemleriyle beraber, yatırım kuruluşlarının organizasyon yapısında da yatırım kuruluşlarında uyum departmanlarının bağımsızlığı da artırılmaktadır.

### **Üçüncü ülkeler**

MiFID II üçüncü ülkelerde kurulu firmaların AB'deki faaliyetlerini de uyumlaştırmaktadır. Eski MiFID'de bu konudaki düzenleme ülkelere bırakılıyordu.

Yeni düzenleme ile şube açarak veya sınırlar arası faaliyetler için temel bazı kriterler getirilmektedir. Bunlar hizmet verilecek müşteri tipleri ve kuruluş ülkesinin AB ile eşdeğerliğine göre değişmektedir. Bireysel müşterilere hizmet sunulacaksa ev sahibi ülke düzenleyicisi, ülkede şube kurulmasını isteyebilecektir. Profesyonel müşterilere hizmet sunmak için ise Avrupa Komisyonunun eşdeğerlik tespiti yeterlidir.

## MIFID II VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI

SPK AB ile sermaye piyasalarının güçlendirilmesi konulu bir projede çalıştı. 2 yıllık proje Ağustos ayında sonlanmıştır. Ülkemiz mevzuatı için MiFID II kapsamında öngörülen kamuya açıklanmış bir değişiklik önerisi henüz bulunmamaktadır.

MiFID pek çok borsa ve farklı işlem platformlarının mevcut olduğu AB iç piyasasının şartlarına göre tasarlanmış bir düzenleme. MiFID'in Türkiye'ye uyarlanması halinde bazı değişikliklerin uygulama alanı bulunmamaktadır. Pratikte tek borsa bulunduğundan örneğin "best execution" kurallarının uygulama alanı Türkiye'de sınırlıdır.

### AB ile eşdeğer ülke belirlenmesi

Düzenlemede pek çok alanda AB ile eşdeğer ülke konumu avantaj sağlamaktadır. Eşdeğerlik Avrupa Komisyonu tarafından belirlenecektir. Henüz bu konuda listeler hazırlanmamış olmakla beraber, Türkiye açısından sorun olmasını öngörmüyoruz. Mevcut düzenlemelere göre Türkiye bankacılık sektörünün düzenleyici ve denetleyici çerçevesinin, izahname standartlarının ve bağımsız denetim sisteminin AB mevzuatı ile eşdeğer olduğunu kabul edilmiştir.

### Araştırma ve yurtdışı satış

Araştırma ve işlem maliyetlerinin ayrıştırılmasının bu hizmetleri farklı kurumlardan alan büyük yatırım kuruluşları için ödenen tutarların gerekçelendirilmesini de gerektirmektedir. Pek çok farklı piyasayı kapsayan araştırma hizmetleri sunan uluslararası şirketlerin araştırma departmanları öne çıkarken, bağımsız ya da tek ülkeyi kapsayan araştırma hizmetlerinin uygun fiyatlarla sunulması zorlaşacağı için bu alanda ciddi değişiklikler olasıdır.

Araştırma hizmetlerinin ayrıştırılması ve bu hizmetlerin fiyatlarının düşmesi dolayısıyla Türkiye'de faaliyet gösteren ve ağırlıklı yabancı yatırımcılara hizmet veren araştırma departmanlarını araştırma ve yurtdışı satış birimlerini olumsuz etkilemesi söz konusu olabilecektir. Araştırma bütçelerinin daralmasıyla hizmetlerin kapsadığı şirket sayısının azalması da beklenebilir.

### Yurtiçi uygulamalar

Yabancı sermayeli yatırım kuruluşları ana şirket politikaları doğrultusunda pratikte bazı uygulamalarını MiFID uyumlu hale getirmeyi düşünebilir.

## KAYNAKÇA

Capital markets reform: MiFID II; EY, 2015

European Securities and Markets Authority; [www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir](http://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir)

Financial Conduct Authority; <https://www.fca.org.uk/mifid-ii>

MiFID II/MiFIR and Fixed Income; ICMA, 08/2017

MiFID II Pre- and post-trade transparency; Hogan Lovells, 01/2016

MiFID II Series: Investment Advice; Arthur Cox, 03/2017

Regulatory Tsunami; Dentons, 2016

Three challenges facing investors ahead of Mifid II; Philip Stafford, Financial Times 24/08/2017

What is Mifid II and how will it affect EU's financial industry? Philip Stafford, Financial Times, 15/09/2017

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

