

GÖSTERGE

YAZ 2018

ARACI KURUMLAR - 2018/03

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2018/03

AVRUPA BİRLİĞİ FİNTEK EYLEM PLANI

İNGİLTERE'DE DÜZENLEYİCİ KUM HAVUZU UYGULAMASI

TSPB YATIRIMLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ: II. YATIRIM DÖNEMİ



**TSPB**

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

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

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

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

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2018 / 03	1
<i>Deniz Kahraman – Onur Salttürk</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2018 / 03	17
<i>Ceylan Anıl</i>	
Avrupa Birliği Fintek Eylem Planı	27
<i>Deniz Kahraman</i>	
İngiltere’de Düzenleyici Kum Havuzu Uygulaması	37
<i>Ceylan Anıl</i>	
TSPB Yatırımlarının Performans Değerlendirmesi: II. Yatırım Dönemi	59
<i>Onur Salttürk</i>	

ARACI KURUMLAR

2018/03

Deniz Kahraman - Onur Salttürk

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2018 yılının ilk çeyreğine ait faaliyet ve finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

Bu dönemde 63 şirketin verileri derlenmiştir. Verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

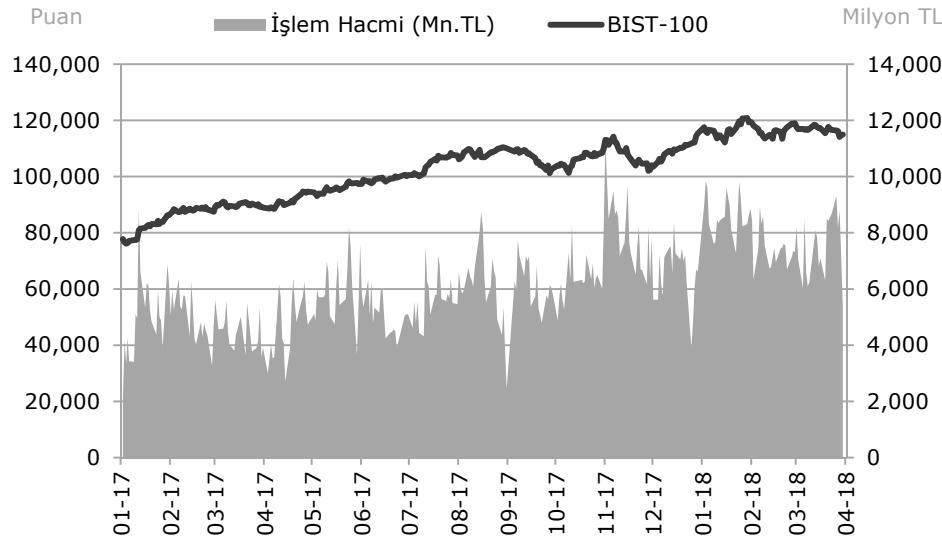
ABD öncülüğünde dış ticarete korumacı eğilimlerin güçlenmesinin etkisiyle, küresel iktisadi politika belirsizliğinde artış gözlenmektedir. Bu belirsizlikler sürerken, gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu büyüme görünümü finansal piyasalarda iyimser bir hava yaratmış, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlamıştır.

2017 yılında küresel ekonomiye hâkim olan iyimser beklentiler, yılın ilk çeyreğinde de sürmüştür. Türkiye ekonomisi, yurtiçi talebin de desteğiyle 2018 yılı ilk çeyreğinde yıllık

bazda %7,4 ile güçlü bir büyüme performansı göstermiştir. Bununla beraber, kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, Mart ayında Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altında olan kredi notunu, bir basamak daha aşağı çekerek Ba2 olarak belirlemiştir.

Bu ortamda, 2018 yılına 115.000 civarında başlayan BIST-100 endeksi, yılın ilk çeyreğini 6.000 puanlık bir marjda dalgalanarak 114.000 seviyesinde tamamlamıştır.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100

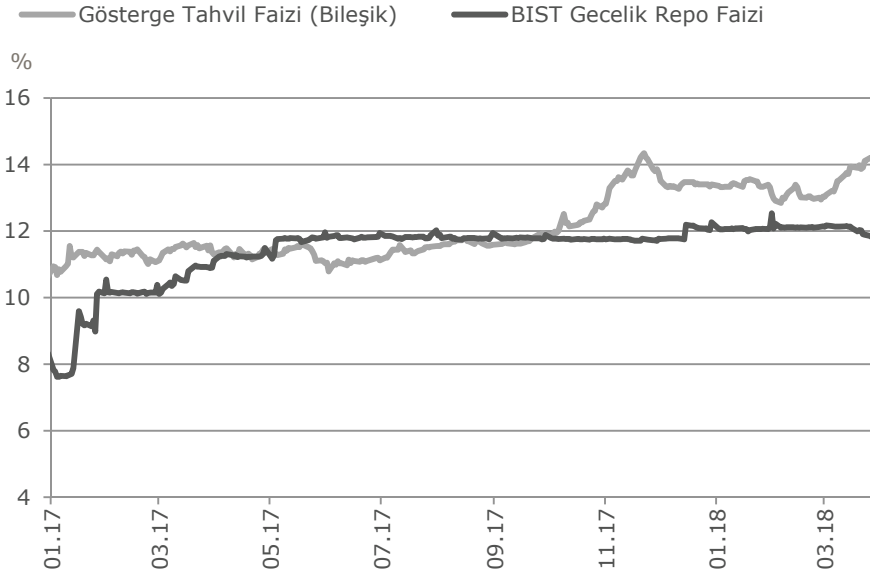


Kaynak: Borsa İstanbul

2018 yılının ilk çeyreği boyunca, Mart ayına kadar sakin seyreden gösterge tahvil faizi, bu dönemde cari işlemler açığındaki genişlemeyle birlikte yurtiçindeki siyasi ve jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle %14'ü aşmıştır.

TCMB'nin aynı dönemde ortalama fonlama faiz oranını %12,75 oranında sabit tutmasıyla birlikte BIST repo faizi %12 civarında kalmıştır.

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

ARACILIK FAALİYETLERİ

2018 yılının ilk çeyreğinde dönemde pay senedi ve vadeli işlem hacmi (çift taraflı) hem önceki çeyreğe göre, hem de geçen yılın aynı dönemine göre hayli artmıştır. Aynı dönemde repo işlem hacmi, geçen yılın aynı döneminin üçte birine inmiştir. Bu gelişmede, TCMB'nin 2017 yılı ikinci çeyreğinden itibaren para politikası çerçevesinde kademe olarak repo işlemlerini azaltması etkili olmuştur.

Tablo 1'de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) işlem hacmi gösterilmektedir.

Sabit getirili menkul kıymet kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerine Borsa İstanbul'da gerçekleşen işlemler ile borsa dışında gerçekleşip Borsa'ya tescil edilen işlemler dâhil edilmiştir. Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemlere tabloda yer verilmemiştir.

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (TL)				2018/03- 2017/03 Değişim
	2017/03	2017/12	2018/03	
Pay Senedi	627,047	2,918,100	1,002,519	59.9%
Aracı Kurum	627,047	2,755,434	906,703	44.6%
Banka	-	162,666	95,815	-
SGMK	327,521	1,223,271	344,592	5.2%
Aracı Kurum	59,393	195,813	56,969	-4.1%
Banka	268,129	1,027,407	287,623	7.3%
Repo	3,530,998	8,736,269	954,426	-73.0%
Aracı Kurum	312,345	1,177,446	283,687	-9.2%
Banka	3,218,653	6,176,573	670,739	-79.2%
Vadeli İşlemler	384,449	1,658,416	559,825	45.6%
Aracı Kurum	384,063	1,627,695	545,390	42.0%
Banka	386	30,721	14,435	3635.6%
Opsiyon	21,652	67,534	11,449	-47.1%
Aracı Kurum	9,378	30,633	6,224	-33.6%
Banka	12,274	36,901	5,225	-57.4%
Varant*	3,481	17,902	8,440	142.5%
Kaldıraçlı İşlemler*	3,924,965	8,578,418	1,649,981	-58.0%
Müşteri	2,161,097	4,666,771	907,290	-58.0%
Likidite Sağ.	1,763,868	3,911,647	742,690	-57.9%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Düzenleme gereği kaldıraçlı işlemler sadece aracı kurumlar tarafından yapılabilmektedir. Hâlihazırda varant işlemleri sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

PAY SENETLERİ

Aracı kurumların pay senedi (çift taraflı) işlem hacmi, 2017 yılı ilk çeyreğinden itibaren her çeyrek bir önceki çeyrekte daha yüksek gerçekleşmiştir. Pay senedi işlem hacmi, 2018 yılı ilk çeyreğinde borsa endeksindeki oynaklığa bağlı olarak önceki çeyreğe göre %11 artarak 1 trilyon TL'yi aşmıştır. Pay senedi piyasasında aracı kurumların yanında yabancı bir yatırım bankasının da işlem yaptığı görülmektedir.

Birliğimizin yalnızca aracı kurumlardan derlediği verilere göre, yurtiçi yatırımcıların pay senedi işlem hacmi, 2018 yılının ilk çeyreğinde, önceki çeyreğe göre %13 oranında artarken, yurtdışı yatırımcıların pay senedi işlem hacmi sınırlı düzeyde %1 artmıştır. Birliğimizce yalnızca aracı kurumlardan derlenen verilere göre aracı kurumların pay

senedi işlemlerinin %16'sı yabancı yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Bankaların işlem hacmi dâhil edildiğinde yabancı yatırımcıların işlem hacmi payı %24 olarak hesaplanmaktadır.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %76'sının yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcıların 2018 yılının ilk çeyreği sonu itibarıyla işlem gören payların yalnızca %36'sına sahiptir.

Pay senedi işlemlerinde yurtiçi bireysel yatırımcıların payının 2018 yılı ilk çeyreği sonu itibarıyla %73 oranında olduğu, yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlem hacminin sadece %3'ünü gerçekleştirdiği görülmektedir.

2017 yılı sonu itibarıyla pay senedi işlemlerinde internetin payının %46 ile tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaştığı görülmektedir. İnternet üzerinden yapılan işlemler, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Son dönemde

bazı yabancı yatırımcıların işlemlerinde de internet kanalının kullanıldığı görülmektedir. Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmindeki payı %20 olup, bu işlemlerin çoğu şubelerden gerçekleştirilmektedir.

Tablo 2: Aracı Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2018/03)							
Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	73.5%	4.1%	14.9%	62.3%	63.0%	43.5%	48.9%
Yurtiçi Kurumlar	8.2%	18.8%	13.4%	12.1%	21.8%	33.1%	50.6%
Yurtiçi Kurumsal	2.7%	76.0%	70.7%	5.0%	4.2%	0.0%	0.0%
Yurtiçi Yatırımcı	84.4%	98.8%	99.1%	79.4%	88.9%	76.6%	99.5%
Yurtdışı Bireyler	0.2%	0.0%	0.1%	0.5%	1.4%	0.0%	0.5%
Yurtdışı Kurumlar	12.2%	1.1%	0.2%	17.9%	9.6%	23.4%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	3.2%	0.1%	0.6%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	15.6%	1.2%	0.9%	20.6%	11.1%	23.4%	0.5%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

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

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil işlemleri dâhil) 2018 yılının ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %5 oranında artarak 345 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu işlemlerde aracı kurumların payı %17 olmuştur. Kesin alım satım işlemlerinin aksine yatırım kuruluşlarının repo/ters-repo işlemleri (tescil dâhil) 2018 yılının ilk çeyreğinde önceki yıla göre yarı yarıya azalarak 954 milyar TL'ye inmiştir.

2018 yılı ilk çeyreğinde 32 aracı kurum tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. Aracı kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. 2018 yılı ilk çeyreğinde toplam işlem hacminin %76'sı yurtiçi kurumsal yatırımcılar, %19'u 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 %70'inin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir.

Repo/ters-repo işlemleri incelendiğinde, 32 aracı kurum tarafından 2018 yılı ilk çeyreğinde gerçekleştirilen işlemlerin önceki çeyreğe göre %9 oranında düştüğü görülmektedir.

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 %71'ini gerçekleştirmektedir.

VADELİ İŞLEMLER

2017 yılı ilk çeyreğinde 53 aracı kurum ve 5 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine göre %46 oranında artarak 545 milyar TL olmuştur.

Aracı kurumların vadeli işlemlerinin yoğunlukla internet, merkez dışı birimler ve yurtdışı satış ve pazarlama departmanları tarafından yapıldığı görülmektedir. Pay senedin-

de olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, işlemlerin %62'sini gerçekleştirmektedir. Yurtiçi kurumsal yatırımcılar, vadeli işlemler hacminin %5'ini gerçekleştirmektedir. Ağırlıklı 3 kurumun işlemlerini yansıtan kurum portföyüne yapılan işlemlerin toplamdaki payı %10 olmuştur.

OPSİYONLAR

2018 yılının ilk çeyreğinde 33 aracı kurum ve 5 banka toplam 11 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiş, işlemler geçen yıla göre yarı yarıya azalmıştır. İşlem hacminin 6 milyar TL'si aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu tutar bir önceki çeyreğe göre %10 oranında düşmüştür. 2017 yılı ilk çeyreğinde toplam opsiyon işlem hacminin %5'ini oluşturan pay opsiyon işlemleri, 2018 yılı ilk çeyreğinde %17'ye ulaşmıştır.

2017 yılında aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %63'ü yurtiçi bireyler tarafından gerçekleştirilmiştir. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı %11 oranında kalmaktadır. Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %39'unun yurtiçi satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıldığı, %18'inin ise kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir.

Tablo 3: Aracı Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2018/03)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	14.9%	70.1%	75.4%	12.4%	39.4%	4.3%	16.3%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	19.9%	12.1%	12.8%	28.5%	21.6%	1.7%	8.2%
Şube	17.6%	3.5%	9.9%	25.3%	19.1%	1.4%	8.0%
Acente	1.6%	8.5%	2.7%	1.7%	2.5%	0.1%	0.3%
İrtibat Bürosu	0.6%	-	0.2%	1.6%	0.01%	0.28%	-
İnternet	45.7%	0.4%	0.01%	27.9%	10.0%	46.5%	30.5%
Çağrı Merkezi	0.2%	-	-	0.1%	0.01%	0.16%	0.01%
Yatırım Fonları	-	-	-	-	-	-	-
Portföy Yönetimi	0.1%	1.5%	0.8%	0.2%	0.1%	-	-
Kurum Portföyü	3.7%	15.6%	10.2%	10.5%	17.9%	24.0%	45.0%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	15.6%	0.2%	0.9%	20.3%	11.1%	23.4%	-

Kaynak: TSPB

VARANTLAR

2018 yılının ilk çeyreğinde 42 aracı kurum tarafından 8,4 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu tutar bir önceki çeyreğe göre %37 oranında artmıştır. Pay se-

nedi işlemlerine benzer şekilde varant işlem hacmi de 1. çeyrekte hayli artmıştır. Varant işlemlerinde hacim ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

2018 yılının ilk çeyreğinde 33 aracı kurum 907 milyar TL'si müşterilerle olmak üzere toplam 1,6 milyar TL tutarında kaldıraçlı işlem gerçekleştirmiştir. Yurtiçi yatırımcılar, kaldıraçlı işlemler piyasasında ağırlıklı olarak işlem hacmini yaratan yatırımcı grubudur.

2018 yılının ilk çeyreğinde kaldıraçlı işlemlerde internet kanalını kullanma oranı %31

iken, işlemlerin %17'si yurtiçi satış departmanı aracılığıyla yapılmaktadır. Diğer yandan likidite sağlayıcı ile yapılan işlemler kurum portföyü altında gösterilmektedir. Pay piyasası, vadeli işlemler gibi piyasaların aksine kaldıraçlı işlemlerde merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki yerinin düşük olduğu görülmektedir.

KURUMSAL FİNANSMAN

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

PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

Dünya'da son yıllarda şirketlerin halka açılmak yerine, girişim sermayesi, risk sermayesi gibi modellere yöneldiği görülmektedir. Bununla beraber; 2017 yılında küresel olarak halka arzların 2007'den itibaren en yüksek tutara ulaştığı gözlenmiştir. Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre Dünya'da 2018 yılı ilk çeyreğinde halka arz olan şirket sayısında %27'lik bir azalış yaşanırken, halka arzların toplam büyüklüğü

geçen yılın aynı dönemine göre %29 artarak 42,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Borsa İstanbul'da da halka arzlar yıla hızlı bir başlangıç yapmıştır. 2018 yılının ilk çeyreğinde, 6 şirket halka açılarak toplam 3 milyar TL tutarında satış hasılatı elde etmiştir. Bu satış hasılatının 2,8 milyar TL'lik kısmının Enerjisa Enerji ve MLP Sağlık Hizmetleri'nden kaynaklandığı görülmektedir.

Tablo 4: Pay Senedi Halka Arzları ve Tahvil İhraçları			
	2017/03	2017/12	2018/03
Pay Senedi Halka Arzları			
Sayı	1	3	6
Tutar (mn TL)	53.6	1,254	3,040
Tahvil İhraçları			
Sayı	265	1,217	401
Tutar (mn TL)	28.7	130.3	46.0

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılı genelinde olduğu gibi, 2018 yılı ilk çeyreğinde de tahvil ihraç sayısı ve tutarında artış sürmüştür. 2018 yılı ilk çeyreğinde, borsada 401 adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiş ve 46 milyar TL'lik hasılat elde edilmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalar tara-

findan gerçekleştirildiğinden aracı kurumların tamamlanan tahvil ihracı sayısı ile farklılık göstermektedir. Aynı dönemde aracı kurumlar tarafından 350 tahvil ihracı yapılmıştır.

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2018 yılı ilk çeyreğinde aracı kurumlar 487 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 350'si tahvil ihracı olmak üzere, toplam 439 adet proje tamamlamıştır.

Aracı kurumların kurumsal finansman departmanlarının daha fazla gelir yaratabildiği, satın alma - birleşme ve özelleştirme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 2018 yılı ilk çeyreğinde 5 proje tamamlanmıştır.

2018 yılı ilk çeyreğinde tamamlanan 32 adet diğer danışmanlık projesi, genellikle menkul kıymet ihraççılarının ihtiyaç duyduğu, değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsamaktadır.

Diğer finansmana aracılık türündeki proje, Türkiye'deki bir kamu özel ortak girişimine yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık faaliyetini göstermektedir.

Tablo 5: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)			
	2017/03	2017/12	2018/03
Birincil Halka Arz	0	4	6
İkincil Halka Arz	0	0	1
Tahvil-Bono İhracı	212	1,020	350
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	0	10	2
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	4	12	3
Finansal Ortaklık	0	0	1
Diğer Finansmana Aracılık	1	1	1
Sermaye Artırımı	16	41	18
Temettü Dağıtımı	23	39	25
Özelleştirme -Alış Tarafı	0	1	0
Özelleştirme -Satış Tarafı	0	4	0
Diğer Danışmanlık	34	96	32
Toplam	290	1,228	439

Kaynak: TSPB

VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında sadece gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir. 2018 yılı ilk çeyreğinde aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında iş hacmini artırdığı gözlenmiştir.

2018 yılı ilk çeyreğinde 18 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir. 2018 yılı ilk çeyreği itibarıyla 3.961 ger-

çek ve tüzel kişiye portföy yönetimi hizmeti verildiği görülmektedir. Müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Aracı kurumlar tarafından yönetilen portföy büyüklüğü, 2018 yılı ilk çeyreğinde 2017 sonuna göre %21 oranında artarak 2,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 6: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi			
	2017/03	2017/12	2018/03
Yatırımcı Sayısı	3,614	4,102	3,961
Tüzel	67	67	84
Gerçek	3,547	4,035	3,877
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	1,533.0	1,903.7	2,307.0
Tüzel	144.6	80.4	321.9
Gerçek	1,388.3	1,823.3	1,985.0

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

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

Aracı kurumların müşterilerine kullandığı kredi bakiyesi, 2018 yılı ilk çeyreğinde 2017 sonuna göre %26 oranında artarak 2,7 milyar TL ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde BIST-100 endeksi fazla değişim göstermese de, kredi bakiyesindeki artış beklentilerin olumlu olduğuna işaret etmektedir.

Kredili işlem bakiyesinin neredeyse yarısını banka kökenli 4 aracı kurum oluşturmakta-

dır. Kredi kullanan yatırımcı sayısı, 12.567 kişi olurken, yatırımcı başına kredi hacmi 2017 sonunda 198.848 TL iken bu dönemde 212.973 TL'ye yükselmiştir. Kredi bakiyesi en yüksek ilk 4 kurumda bu ortalama 723.000 TL'ye yaklaşmaktadır.

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

Tablo 7: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri			
Yatırımcı Sayısı	2017/03	2017/12	2018/03
Kredi Hacmi (mn TL)	1,660	2,122	2,676
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	9,558	10,670	12,567
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	173,704	198,878	212,973

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır.

2016 yılından sonra 2017 yılında da merkez dışı birimlerini kapatmaya devam eden aracı kurumlar, 2018 yılı ilk çeyreğinde yeni merkez dışı birimler açmaya başlamıştır. İrtibat bürolarında da 2016 başında 70'in üzerinde olan sayı, 2017 yılı ilk çeyreğinde yürürlüğe giren foreks düzenlemesinin etkisiyle, 2017 sonunda 40'a inmişti. 2018 yılı ilk çeyreğin-

de 3 kurumun 4 adet irtibat bürosu açtığı görülmektedir.

Mart 2018 itibarıyla 38 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı birimlerin %96'dan fazlasının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir. Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, bağımsız aracı kurumların yine çeşitli banka veya katılım bankaları ile anlaştığı görülmektedir.

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, en büyük payın daha önce de değinildiği üzere şubelere ait olduğu anlaşılmaktadır. Bazı aracı kurumlar acenteler ile emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, fiiliyatta acenteler aracılığıyla sadece müşteri edinimine katkı sağlamaktadır.

Tablo 8: Erişim Ağı			
	2017/03	2017/12	2018/03
Şubeler	303	291	292
İrtibat Büroları	37	40	44
Acente Şubeleri	8,542	8,392	8,356
TOPLAM	8,882	8,723	8,692

Kaynak: TSPB

Benzer şekilde, bazı aracı kurumların irtibat bürolarında da sadece tanıtım faaliyeti yürütüldüğü, emir kabul edilmediği görülmektedir.

Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, Mart 2018 itibarıyla banka iştiraki olmayan iki aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu, önceki dönemde emir iletimine aracılık sözleşmesi imzalamış olan bir kurumun bu sözleşmeyi sonlandırdığı görülmektedir. 2018'in ilk üç ayında acente şubesi sayısı banka şube sayısındaki hafif azalışla 8.356'ya gerilemiştir.

ÇALIŞAN PROFİLİ

2017 yılı Şubat ayında yürürlüğe giren foreks düzenlemesi sonrasında aracı kurumlarda yaşanan istihdam kaybı yaşanmış, aracı kurumların personel sayısı, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde 2010 yılı sonundan bu yana en düşük seviye olan 4.741 kişiye gerilemişti. Bu dönemde çalışan sayısının azalma eğiliminin sadece foreks düzenlemesinden ileri gelmediği, sektör geneline yayıldığı görülmüştü. Bununla beraber, 2017 yılı son çeyreğinden itibaren istihdamda toparlanmaya başlamıştır.

2018 yılının ilk çeyreğinde 23 kurum personel sayısını azaltırken, 21 kurum personel sayısını artırmıştır. Personel sayısını artıran kurumlardan 3'ü 10'dan fazla kişiye yeni iş imkânı yaratmıştır. Bu dönemde sağlanan istihdam departman bazında incelendiğinde, artışın ağırlıklı olarak yurtiçi satış ve pazarlama (25 kişi) departmanında olduğu görülmüştür. İstihdam profili tecrübe ve yaş bazında incelendiğinde, 10 yıldan daha tecrübeli ve 40 yaşından büyük personel istihdamının arttığı görülmektedir.

Tablo 9: Aracı Kurumların Çalışan Sayısı			
	2017/03	2017/12	2018/03
Kadın	2,038	1,940	1,991
Erkek	3,062	2,811	2,781
Toplam	5,100	4,751	4,772

Kaynak: TSPB

2018 yılı ilk çeyreğinde personel sayısını en fazla artıran üç şirket, GCM (33 kişi), Osmanlı ve Garanti Yatırım (10 kişi) olurken, istihdamı en fazla azaltan şirketler, Deniz Yatırım (54 kişi), Reel Kapital (9 kişi), İş ve İfo Yatırım (6 kişi) 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 10'da görüleceği üzere, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı 2017 sonunda 73 kişiye bu dönemde 76 kişiye yükselmiştir. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde çalışan sayısı aynı dönemler arasında 607 kişiden 626 kişiye çıkmıştır.

Tablo 10: Çalışanların Departman Dağılımı				
	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2017/12	2018/03	2017/12	2018/03
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	1,547	1,553	5	5
Şube	1,345	1,326	5	5
Acente	-	-	-	-
İrtibat Bürosu	202	227	5	4
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	607	626	14	15
Broker	84	81	2	2
Dealer	228	227	7	6
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	145	140	6	6
Hazine	124	131	4	4
Portföy Yönetimi	35	33	2	2
Kurumsal Finansman	129	124	4	3
Araştırma	175	181	4	4
Mali ve İdari İşler	647	641	10	10
İç Denetim-Teftiş	177	181	3	3
İnsan Kaynakları	65	69	2	2
Bilgi İşlem	243	247	4	5
Diğer	545	538	9	9
Toplam	4,751	4,772	73	76

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, ilerideki analizde bu verilere yer verilmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıkları artan finansal yatırımlar ve ticari alacaklarla birlikte 2018'in ilk çeyreği itibarıyla 2017'ye göre

%4 artarak 24 milyar TL'ye çıkmıştır. Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların varlıklarının 23 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 11 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 8 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. Toplam varlıklardaki yükselişte kısa vadeli ticari alacaklar kaleminde takip edilen müşterilerden alacaklardaki artış etkili olmuştur.

Tablo 11: Aracı Kurumların Özet Bilançosu (milyon TL)			
	2017	2018/03	Değişim
Dönen Varlıklar	21,863	22,607	3.4%
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,245	10,599	-13.4%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,616	2,892	79.0%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	7,100	8,166	15.0%
Diğer	902	951	5.5%
Duran Varlıklar	1,194	1,253	4.9%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	743	782	5.3%
Diğer	451	470	4.2%
TOPLAM VARLIKLAR	23,057	23,860	3.5%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	18,185	18,812	3.4%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	11,634	11,511	-1.1%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	6,094	6,489	6.5%
Diğer	457	811	77.4%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	146	147	1.2%
Özkaynaklar	4,726	4,900	3.7%
Ödenmiş Sermaye	2,313	2,286	-1.2%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	253	249	-1.4%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	10	10	-0.1%
Birikmiş Diğer Kapsam. Gelir/Giderler	179	225	25.6%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	551	585	6.3%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	621	1,140	83.5%
Net Dönem Kârı/Zararı	799	405	-49.3%
TOPLAM KAYNAKLAR	23,057	23,860	3.5%

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 12’de görüldüğü üzere aracı kurumların 13 milyar TL’lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir. Toplam kısa vadeli portföyü 2018’in ilk çeyreğinde 2017 sonuna göre %3 azalmıştır.

Mart 2018 sonu itibarıyla pay senedi yatırımları 2017’nin sonuna göre %87 artarak 915 milyon TL’ye, ağırlıklı mevduat içeren diğer finansal araçlar ise yaklaşık üç katına çıkarak 1 milyar TL’ye çıkmıştır. Diğer kalemindeki tutar ağırlıklı bir aracı kurumun vadesi 3 aydan uzun olan mevduatlarını yansıtmaktadır.

Tablo 12: Aracı Kurumların Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)			
Finansal Araçlar	2017	2018/03	Değişim
Repo ve Mevduat	11,941	10,292	-13.8%
Kamu SGMK	231	215	-7.2%
Özel SGMK	621	710	14.3%
Pay Senedi	489	915	87.2%
Diğer	275	1,052	283.1%
Toplam	13,556	13,184	-2.7%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların 19 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 11,5 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 6,5 milyar TL'sini ise büyük 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, 700 milyon TL'sini banka kredileri oluşturmaktadır.

Verisi derlenen aracı kurumların sayısı son üç ayda 65'den 63'e gerilese de toplam öz-kaynaklar %4 artarak 4,9 milyar TL olmuştur.

GELİR TABLOSU

2018'in ilk çeyreğinde aracı kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %21 oranında artarak 810 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Aracılık gelirlerindeki kayda değer artışın kaynağı kurumsal finansman faaliyetleri ile müşteri faiz gelirlerindeki yükseliştir.

Tablo 13: Aracı Kurumların Gelirleri (milyon TL)			
	2017/03	2018/03	Değişim
Aracılık Gelirleri	420	440	4.8%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	83	96	16.2%
Kurumsal Finansman Gelirleri	49	91	85.7%
Varlık Yönetimi Gelirleri	11	17	55.0%
Müşteri Faiz Gelirleri	65	118	82.6%
Diğer Gelirler	39	46	17.5%
Toplam	667	810	21.3%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların toplam gelirlerinin %54'ünü aracılık gelirleri oluştururken, son bir yılda toplam gelirlerin dağılımındaki paylarının 9 puan gerilediği görülmektedir. Diğer bir deyişle sektörün daha çeşitlendirilmiş bir gelir yapısına doğru evrildiği anlaşılmaktadır.

ceki yıla göre %45 artarken bu işlemlerden elde edilen gelirler daha az, %39 oranında, artmıştır. Sektörün aracı kuruma kalan efektif ortalama pay senedi komisyon oranı 2018'in ilk çeyreğinde %0,0333 olarak hesaplanmaktadır.

2018'in ilk çeyreğinde aracı kurumların müşterileriyle yaptıkları pay senedi işlemleri ön-

Tablo 14: Aracılık Gelirleri (milyon TL)			
	2017/03	2018/03	Değişim
Pay Senedi	209	291	39.3%
Türev İşlem	53	70	30.5%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	5	6	27.4%
Yabancı Menkul Kıymet	18	10	-43.7%
Kaldıraçlı İşlem	135	63	-53.0%
Toplam	420	440	4.8%

Kaynak: TSPB

2018'in ilk çeyreğinde türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri organize piyasa işlem hacmindeki %42'lik yükselişe paralel olarak %31 artarak 70 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

SPK tarafından yapılan düzenlemeler neticesinde 2017'nin ilk çeyreğinin ortasından itibaren kaldıraçlı işlem hacmi hızla düşmeye başlamıştır. 2018'in ilk çeyreğinde müşteriler ile yapılan işlem hacmi bir önceki yıla göre %57 azalırken, bu işlemlerden elde

edilen gelirler %53 oranında düşerek 63 milyon TL'ye gerilemiştir.

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler 2018'in ilk çeyreğinde iki katı artarak 91 milyon TL'ye ulaşmıştır. Halka arz / özel sektör borçlanma aracı ihraç gelirleri bir önceki seneye göre %65 artarak 65 milyon TL olmuştur. Bir aracı kurumun yaptığı işlemlerin toplam rakamının üçte ikisine tekabül ettiği şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 15 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 15: Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2017/03	2018/03	Değişim
Halka Arz	39	65	64.8%
Şirket Satın Alma-Birleşme	3	15	344.3%
Diğer Finansman Aracılık	-	4	-
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	0	1	226.3%
Diğer Danışmanlık	4	7	87.6%
Toplam	47	91	95.9%

Kaynak: TSPB

Tablo 13'te görüleceği üzere, 2017'nin ilk çeyreğinde kurum portföyüne yapılan işlemlerden 83 milyon TL kazanç sağlayan aracı kurumların, 2018'in ilk çeyreğinde bu kazançları 96 milyon TL'ye çıkarmıştır.

Yalnızca gerçek ve tüzel yatırımcılara özel portföy yönetimi hizmeti sunan aracı kurumlar 2018'in ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %55 artışla bu faaliyetlerinden 17 milyon TL elde ettiği görülmektedir.

2018'in ilk çeyreğinde aracı kurumların toplam giderleri, kapanan kurumların da etkisiyle, önceki yılın aynı dönemine göre %4 azalarak 478 milyon TL olmuştur. 85 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %61'ini pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tescil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Diğer pazarlama giderleri %54 azalırken, bu durumun kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşan aracı kurumların 2017 başında bu işlemlere yönelik yapılan düzenlemeleri takiben pazarlama giderlerini azaltmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %60'ını personel giderleri oluşturmaktadır. Çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri 2017'nin ilk çeyreğine göre %16 artarak 16.456 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 çıkarılmalarını yansıtmaktadır.

Tablo 16: Aracı Kurumların Giderleri (milyon TL)			
	2017/03	2018/03	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	94	85	-9.6%
İşlem Payları	43	61	41.3%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	50	23	-53.6%
Genel Yönetim Giderleri	406	393	-3.2%
Personel Giderleri	247	235	-4.7%
Amortisman Giderleri	11	11	-5.0%
İtfa Payları	2	2	2.8%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	3	3	21.3%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	9	10	1.4%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	20	19	-4.6%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	115	114	-0.6%
Toplam	500	478	-4.4%

Kaynak: TSPB

Sonuç olarak, 2018'in ilk çeyreğinde kurumsal finansman gelirleri, müşterilerden alınan faiz gelirleri ve pay senedi aracılık gelirlerindeki artışın etkisiyle toplam faaliyet gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre %21 artarak 810 milyon TL olmuştur. Aynı dönemde,

diğer faaliyet gider/gelirleriyle beraber net faaliyet giderleri %2 azalmıştır. Bu nedenle faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %77 artarak 350 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 17: Aracı Kurumların Gelir Tablosu (milyon TL)			
	2017/03	2018/03	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	35,370	44,395	25.5%
Satışların Maliyeti	-34,703	-43,585	25.6%
Brüt Kâr/Zarar	667	810	21.3%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-94	-85	-9.6%
Genel Yönetim Giderleri	-406	-393	-3.2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-0.1	-11.4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	130	78	-40.4%
Diğer Faaliyet Giderleri	-100	-59	-40.9%
Faaliyet Kârı/Zararı	197	350	77.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	78.6%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-100.0%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	9	8	-19.9%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/Zararı	207	358	72.9%
Finansman Gelirleri	451	612	35.9%
Finansman Giderleri	-385	-471	22.5%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi K/Z	273	499	82.8%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Gelir/Gideri	-48	-93	92.7%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-34	-136	295.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-14	43	-406.9%
Sürdürülen Faaliyetlerden Dönem Kârı/Zararı	224	405	80.7%
Durdurulan Faal. Vergi Sonrası Dönem K/Z	0	0	-
Dönem Kârı/Zararı	224	405	80.7%

Kaynak: TSPB

Net finansman gelirleri 2018'in ilk üç ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %114 artarak 141 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç itibariyle, artan gelir ve azalan giderlerle aracı kurumların kârı %81 artarak 405 milyon TL'ye çıkmıştır.

Tablo 18: Aracı Kurumların Net Dönem Kar/Zararları
2017/03 2018/03

Kurum Sayısı	67	63
Kar Eden Kurum Sayısı	48	52
Zarar Eden Kurum Sayısı	19	11
Net Kar	224	405
Toplam Kar (milyon TL)	243	421
Toplam Zarar (milyon TL)	-19	-16
Karlılık*	34%	50%
Özsermaye Karlılık Oranı	13%	21%

Kaynak: TSPB

*Net Kar/Brüt Kar

2018'in ilk üç ayında en çok kâr eden kurum İş Yatırım (76 milyon TL) olurken, onu Yapı Kredi ve Metro Yatırım (47 milyon TL) takip etmiştir. İncelenen 63 aracı kurumdan 52'si bu dönemde kâr etmiştir.

2018'in ilk üç ayında sektörün özsermaye kârlılık oranı, kârdaki artışın özsermayedeki artıştan fazla olmasının etkisiyle bir önceki yıla göre 8 puan birden yükselerek %21 olarak gerçekleşmiştir.

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2018/03

Ceylan Anıl

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2018 yılının ilk çeyreğine ilişkin olarak sırasıyla

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

PORTFÖY YÖNETİMİ

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

2018 Mart ayı sonunda faaliyette olan 49 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Ancak bu kurumlardan biri portföy yöne-

timini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden, bu kurumun kendi yönettiği portföy bulunmamaktadır.

Portföy yönetim şirketi sayısı yıllar içinde artış eğiliminde olsa da, son bir yıl boyunca değişmemiştir.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (Mart 2018)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	47	478	64,349
Emeklilik Yatırım Fonu	28	403	83,308
Bireysel Portföy Yönetimi*	31	2,760	20,459
Yatırım Ortaklığı	7	12	483
Toplam	48	3,653	168,598

Kaynak: TSPB

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

Portföy yönetim şirketlerinin yönetimindeki toplam portföy büyüklüğü Mart 2018 itibarıyla 169 milyar TL'dir. Bu büyüklüğün neredeyse yarısını emeklilik yatırım fonları oluştururken, yatırım fonları toplam portföyde %38, bireysel portföy yönetimi ise %12 paya sahiptir.

2018 Mart sonunda faaliyette olan 49 kurumun 19'u banka kökenlidir. Banka

kökenli kurumlar yönetilen toplam portföyün %92'sini yönetmektedir.

Mart ayında en yüksek portföy büyüklüğüne sahip ilk dört kurum (İş Portföy, Ak Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Garanti-Portföy) toplam yönetilen portföyde %61 paya sahiptir. Bunu takip eden 3 kamu kökenli kurumun (Ziraat Portföy, Vakıf Portföy ve Halk Portföy) payı ise

%18'dir. Bağımsız portföy şirketleri arasında, yönetilen portföy büyüklüğü en yüksek olan kurum (Azimut Portföy),

toplam portföy büyüklüğünün yalnızca %2'sini yönetmektedir.

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)

	2017/03	2017/12	2018/03
Yatırım Fonları	49,786	59,287	64,349
Emeklilik Yatırım Fonları	65,485	79,543	83,308
Bireysel Portföy Yönetimi	14,319	19,297	20,459
Gerçek Kişi	4,040	4,614	5,075
Tüzel Kişi	10,279	14,683	15,384
Yatırım Ortaklıkları	413	508	483
Toplam	130,003	158,635	168,598

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

Mart 2018 sonunda yatırım fonu yöneten 47 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %29 artarak 64 milyar TL olmuştur.

Birliğimizce yatırım fonları verileri 2013 yılının sonundan itibaren derlenmeye başlanmış, yatırım fonlarının bu dönemde ortalama çeyreklik büyüme hızı %5 olarak hesaplanmıştır. Yatırım fonları geçtiğimiz çeyrekte 2015'ten bu yana en hızlı büyümeyi göstererek %9 artmıştır.

Tablo 3: Kökenine Göre Yatırım Fonları

(Mart 2018)	Kurum Sayısı	Fon Sayısı	Portföy (myr TL)
Banka Kökenli	18	292	57.3
Bağımsız	29	186	7.0
Toplam	47	478	64.3

Kaynak: TSPB

Yatırım fonu yöneten 47 şirket arasında, en büyük pazar payına sahip 3 şirket (İş Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Garanti Portföy) toplam yönetilen yatırım fonlarının yarısını yönetmektedir. En büyük paya sahip bağımsız şirket (Azimut Portföy) pazarda %4 paya sahiptir. Toplamla bağımsız şirketlerin pazar payı %11'de kalmaktadır.

Tablo 4: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)

	2017/03	2017/12	2018/03
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	44,671	50,064	54,484
Gayrimenkul Yatırım Fonu	900	2,535	2,761
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	76	394	407
Borsa Yatırım Fonu	160	152	153
Serbest Yatırım Fonu	3,978	6,142	6,543
Toplam	49,786	59,287	64,349

Kaynak: TSPB

Yatırım fonları; menkul kıymet fonları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi fonları, borsa fonları ve serbest fonlar olarak sınıflandırılmaktadır.

Yatırım fonlarının Mart sonu itibarıyla %85'i geleneksel menkul kıymet fonlarıdır. Menkul kıymet fonlarındaki büyüme son bir yılda %22 olarak gerçekleşmiştir.

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre faaliyetleri sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlandırılmış kapsamına giren portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım fonu veya girişim sermayesi fonu yönetmektedir. Faaliyeti sınırlandırılmış portföy yönetim şirketi sayısı gün geçtikçe artmaktadır. Son bir yılda 3 yeni gayrimenkul yöneten portföy yönetim şirketi kurulmuş, 2018 Mart sonu itibarıyla gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi sayısı 7 olmuştur.

2016 sonunda 3 adet gayrimenkul fonu 85 milyon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2018 Mart ayında toplam gayrimenkul yatırım fonu sayısı 16'ya çıkmış, bu fonların büyüklüğü ise 3 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Gayrimenkul yatırım fon büyüklüğü, toplam portföy büyüklüğünün %4'ünü oluşturmıştır.

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarını yöneten kurum sayısı ise 5'e çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü 407 milyon TL olmuştur. Toplamda alternatif yatırım fonları yöneten yalnızca 3 adet banka kökenli kurum bulunmaktadır. Diğer kurumlar faaliyeti sınırlandırılmış portföy yönetim şirketleridir.

Serbest fonların sayısı 2016 sonuna göre 69'dan 99'a çıkarken, bu fonların portföy büyüklüğü ise aynı dönemde neredeyse 2 katına çıkarak 6,5 milyar TL'yi bulmuştur.

Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen; portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen fonların özel fonların büyüklüğü ise Mart 2018'de 6 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

Emeklilik Yatırım Fonları

2018'in ilk çeyreğinin sonunda 28 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir.

Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2018 Mart ayında emeklilik yatırım fonları büyüklüğü 83 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2017 yılında devreye giren Otomatik Katılım Sistemi'ndeki fon büyüklüğü aynı dönemde 3,5 milyar TL olmuştur.

1 Ocak 2018 tarihinden itibaren geçerli olan yeni bir düzenleme ile bir portföy yönetim şirketi bir emeklilik şirketi fonlarının en fazla %40'ını yönetebilir hale gelmiştir. Bu düzenleme ile rekabetin artması ve emeklilik yatırım fonu yönetimindeki yoğunlaşmanın önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

Bu düzenlemenin etkileri portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fon büyüklüğüne henüz yansımaya başlamıştır. Örneğin 2017 sonunda emeklilik yatırım fonlarının %54'ünü yönetiminde tutan üç kurumun pazar payı 2018 Mart ayı sonunda %50'ye inmiştir.

Tablo 5: Kökenine Göre Emeklilik Yatırım Fonları (Mart 2018)			
	Kurum Sayısı	Fon Sayısı	Portföy (myr TL)
Banka Kökenli	16	355	81.1
Bağımsız	12	48	2.2
Toplam	28	403	83.3

Kaynak: TSPB

Yine de, emeklilik yatırım fonlarının yönetiminde yoğunlaşma yüksek kalmaya

devam etmektedir. Fonların yarısını yöneten ilk üç kurum (Ak Portföy, İş Portföy, Garanti Portföy) banka kökenli olup, banka kökenli kurumlar toplam emeklilik yatırım fonlarının %97'sini yönetmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

2018'in ilk çeyreğinin sonunda bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 31 kurum vardır.

İlgili dönemde 2.503 gerçek, 257 tüzel kişinin toplamda 20 milyar TL'lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Gerçek kişilerin ortalama portföy büyüklüğü 2 milyon TL iken, tüzel kişilerde bu büyüklük 60 milyon TL civarındadır.

Mart 2018 sonunda, portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların yarısına yakınının iki portföy yönetim şirketine yöneldiği görülmektedir.

Bireysel portföy büyüklüğüne kurum türüne göre bakıldığında, bağımsız şirketlerin pazar payı %29 ile kolektif yatırım araçlarına kıyasla çok daha yüksektir. Bununla birlikte, yatırımcı sayısının yarı-

sına yakını bağımsız şirketlere yönelmiştir. Üç banka kökenli kurum (Ziraat Portföy, İş Portföy, Ak Portföy) bireysel portföyün %60'ını yönetirken, ardından gelen iki bağımsız kurumun (İstanbul Portföy ve Azimut Portföy) toplam portföydeki pazar payları %19'dur.

Birliğimiz 2018 itibarıyla ilk defa bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayırıştırarak derlemiştir. Bu doğrultuda gerçek kişilerin portföyleri incelendiğinde, banka kökenli şirketlerdeki bireysel yatırımcıların portföylerinin %68'inin kolektif yatırım araçları dışındaki çeşitli yatırım araçlarında değerlendirildiği görülürken, aynı oran bağımsız şirketlerdeki bireysel yatırımcılar için %30'dur. Diğer bir deyişle, bağımsız portföy yönetim şirketleri, bireysel portföy yönetimi müşterilerinin varlıklarının %70'ini yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçlarında değerlendirmektedir.

Aynı şekilde tüzel yatırımcılara bakıldığında, banka kökenli şirketlerde tüzel yatırımcı portföylerinin %85'i, bağımsız şirketlerde ise %78'i diğer yatırım araçlarında değerlendirilmektedir. Bu yatırımcıların yatırımlarının geri kalanı kolektif yatırım araçlarında değerlendirilmektedir.

Tablo 6: Kökenine Göre Bireysel Portföy (Mart 2018)

	Kurum Sayısı	Müşteri Sayısı	Kolektif Yatırım Araçları (myr TL)	Diğer Yatırım Araçları (myr TL)	Toplam Portföy (myr TL)
Gerçek Kişi	27	2,503	2.5	2.5	5.1
Gerçek Kişi Banka Kökenli	11	1,425	1.0	1.8	2.8
Gerçek Kişi Bağımsız	16	1,078	1.6	0.7	2.3
Tüzel Kişi	29	257	2.5	12.9	15.4
Tüzel Kişi Banka Kökenli	13	128	1.8	10.5	12.3
Tüzel Kişi Bağımsız	16	129	0.7	2.4	3.1
Toplam	56	2,760	5.0	15.4	20.5

Kaynak: TSPB

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim şirketleri yönetimindeki yatırım ortaklığı sayısı 2018 Mart ayı sonunda 12'dir.

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49 adet yatırım ortaklığının 12'si portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır.

Halihazırdaki yatırım ortaklıklarının piyasa değerinin ise %2'den azı portföy yö-

netim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Portföy yönetim şirketlerinin yönettiği yatırım ortaklığı büyüklüğü 500 milyon TL'de kalmaktadır. Bu miktar portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen toplam portföyün %3'üne tekabül etmektedir.

Tablo 7: Kökenine Göre Yatırım Ortaklıkları (Mart 2018)	Kurum Sayısı	Yat.Ort. Sayısı	Portföy (mn. TL)
Banka Kökenli	3	5	308.3
Bağımsız	4	7	174.3
Toplam	7	12	482.6

Kaynak: TSPB

Tablo 8: Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)	2017/03	2017/12	2018/03
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	397.5	460.1	447.4
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.3	40.4	24.8
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	12.0	7.7	10.5
Toplam	412.8	508.2	482.6

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde Mart 2018 sonu itibarıyla 263'ü kadın, 481'i erkek olmak üzere 744 çalışan bulunmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin çalışan sayısı yavaş bir şekilde artma eğilimindedir.

49 portföy yönetim şirketi arasında, çalışan sayısı sıralamasında ilk 3 kurumun (Ziraat Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy) çalışan sayısı toplam portföy yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının %35'idir. Diğer taraftan çalışan sayısı 5 veya 5'ten daha az olan 15 kurum bulunmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %36'sı yüksek lisans veya doktora mezunudur. Ayrıca çalışanların yarısından fazlası 15 yıl ve üstü tecrübeye sahiptir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 9'da verilmiştir. Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti departmanları bulundurmakta, ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Risk yönetimi birimi olmayan 27 kurum, fon hizmet birimi olmayan ise 24 kurum vardır.

2018 Mart sonunda çalışanların %28'i portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan portföy yönetim şirketlerinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir. Ayrıca portföy yönetim birimi olmayan 6 kurumun 5'i alternatif yatırım fonları yöneten şirketlerdir.

2018 Mart ayı sonunda, yatırım danışmanlığı belgesi olan 19 kurum bulun-

maktadır. Bu kurumlardan 15'i banka kökenli şirketlerdir. Fakat yatırım danışmanlığı hizmeti veren şirketlerin bazılarında özel olarak yatırım danışmanı birimi bulunmamakta ve bu hizmet diğer birimler tarafından yapılmaktadır.

Yurtdışı satış ve pazarlama birimi sadece bir kurumda bulunmakta, bu kurumun

yurtdışı satış ve pazarlama biriminde 4 kişi çalışmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veriye www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Tablo 9: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar				
	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2017/12	2018/03	2017/12	2018/03
Genel Müdür	49	49	1	1
Portföy Yönetimi	212	208	5	5
Yurtiçi Satış	81	75	4	4
Yatırım Danışmanı	21	23	2	2
Yurtdışı Satış	4	4	4	4
Araştırma	38	38	1	1
Risk Yönetimi	31	29	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	58	63	2	3
Mali ve İdari İşler	106	110	2	2
İç Denetim-Teftiş	59	59	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	1	1
Bilgi İşlem	10	11	2	2
Diğer	61	70	3	3
Toplam	735	744	15	15

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

2018 Mart ayı itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 716 milyon TL'dir. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %95'i dönen varlıklardadır. Öz kaynaklar ise toplam varlıkların %87'sini oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların dörtte biri iki kuruma (İş Portföy ve Garanti Portföy) aittir.

Tablo 10: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

	2017/12	2018/03	% Değişim
Dönen Varlıklar	698.3	676.1	-3.2%
Nakit ve Nakit Benzerleri	475.8	438.8	-7.8%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	126.6	155.0	22.5%
Diğer Dönen Varlıklar	95.9	82.3	-14.3%
Duran Varlıklar	41.3	39.4	-4.6%
Maddi Duran Varlıklar	10.4	10.1	-2.4%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	14.0	14.4	2.8%
Diğer Duran Varlıklar	17.0	15.0	-11.9%
TOPLAM VARLIKLAR	739.6	715.5	-3.3%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.9	77.4	17.6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.0	14.2	42.0%
Özkaynaklar	663.8	623.9	-6.0%
Ödenmiş Sermaye	378.6	379.2	0.2%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	9.9	9.9	-0.5%
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	5.3	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-1.5	-2.0	-
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	81.7	96.6	18.3%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	25.2	73.9	193.3%
Net Dönem Kârı/Zararı	165.1	61.0	-63.0%
TOPLAM KAYNAKLAR	739.6	715.5	-3.3%

Kaynak: TSPB

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 takip edilmektedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

Yatırım danışmanlığı belgesine sahip olan 19 kurum arasında sadece 3'ü 2018 yılının ilk çeyreğinde bu kalemden gelir elde etmiştir. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden ise kayda değer gelir elde edilmemiştir.

2018 Mart ayı sonunda portföy yönetim şirketleri toplamda 117 milyon TL gelir elde etmiştir. Portföy yönetim şirketleri kolektif portföy yönetimi hizmeti dışında, bireysel portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti verse de, gelirlerin %95'i kolektif portföy yönetiminden elde edilmiştir.

Elde edilen gelirlerin %71'inin yatırım fonları yönetiminden kaynaklandığı görülmektedir. Emeklilik fonları portföy büyüklüğü yatırım fonlarından %30 daha büyük olmasına rağmen, yatırım fonlarından elde edilen gelirler emeklilik yatırım fonlarından elde edilen gelirlerin üç katıdır.

Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

	2017/03	2018/03	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	91.3	116.6	27.7%
Kolektif Portföy Yönetimi	86.9	111.2	27.9%
Emeklilik Yatırım Fonları	27.1	27.5	1.7%
Yatırım Fonları	59.2	82.9	40.0%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	53.1	67.4	26.8%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	0.8	6.8	771.5%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	0.4	1.7	338.7%
Borsa Yatırım Fonları	0.2	0.2	4.1%
Serbest Yatırım Fonları	4.7	6.9	45.3%
Yatırım Ortaklıkları	0.6	0.8	26.9%
Bireysel Portföy Yönetimi	4.4	5.4	22.2%
Gerçek Kişi	2.4	2.7	13.7%
Tüzel Kişi	2.0	2.6	32.7%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	0.5	0.8	50.5%
Fon Pazarlama ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	-
TOPLAM	91.9	117.4	27.8%

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

Menkul kıymet yatırım fonu gelirleri, portföy yönetim şirketlerinin elde ettikleri gelirin %60'ını oluşturmaktadır.

İlk kez 2016'da kurulan gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen gelirler bir yıl içinde neredeyse 9 katına çıkmıştır. Aynı yılda kurulan girişim sermayesi fonu gelirleri ise 4 katına çıkmıştır. Bunda, gayrimenkul yatırım fonlarının ve girişim sermayesi fonlarının komisyon oranlarının daha yüksek olmasının da etkisi vardır.

Birliğimiz son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirlerini Tablo 12'de incelemiştir. Bağımsız şirketlerin yatırım fonu ko-

misyon oranları (%0.50), banka kökenli şirketlerinin komisyon oranlarının (%0.94) bir hayli üstünde kalmaktadır.

Emeklilik Yatırım Fonları

Portföy hacmi daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde gelirler daha düşüktür. Emeklilik yatırım fonu büyüklüğü bir önceki yılın Mart ayına göre %27 artsa da, bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler aynı dönemde yalnızca %2 büyüyerek 28 milyon TL'ye çıkmıştır.

Mart 2018 sonunda banka kökenli şirketler emeklilik yatırım fonlarının %98'ini yönetmekte olduğundan, banka kökenli şirketler ve bağımsız şirketlerin komisyon oranları arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

Bireysel Portföy Yönetimi

Sektör genelinde 2018 süresince bireysel portföy yönetiminden 5 milyon gelir elde edilmiştir.

Mart 2018 itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketler arasında %29 pazar payına sahip bağımsız şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranları %0.25'tir. Aynı oran banka kökenli kurumlar için %0.11'dir.

Bağımsız kurumların komisyon oranları banka kökenli kurumlara göre yüksek

olmasına rağmen, yatırımcıların yarısına yakınının bağımsız şirketleri tercih ettiği görülmektedir.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmekte, yatırım ortaklığından 2017 sonu itibarıyla elde edilen gelirler 1 milyon TL'ye ulaşmamaktadır.

Yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0.50'nin üzerindedir.

Tablo 12: Portföy Yönetim Komisyon Oranı*

	Banka Kökenli	Bağımsız	Toplam
Yatırım Fonu	0.50%	0.94%	0.54%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.16%	0.15%	0.16%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.11%	0.25%	0.14%
Yatırım Ortaklığı	0.57%	0.51%	0.55%
Toplam	0.28 %	0.57 %	0.31 %

Kaynak: TSPB

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

Giderler

2018'in ilk üç ayında genel yönetim giderleri 75 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %59'unu oluşturan personel giderleri ise, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %10 artmıştır.

2017 yılı sonunda 720 olan ortalama çalışan sayısı, 2018 Mart ayında 740'a çıkmıştır. Personel giderlerini ortalama

personel sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür. 2017 sonunda 19.783 TL olan bu tutar, 2018 yılı Mart ayında kayda değer bir artış göstermeyerek 19.962 TL'de kalmıştır. Çalışan başına aylık ortalama kar tutarı ise aynı dönemde 27.512 TL olmuştur.

Tablo 13: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)			
	2017/03	2018/03	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	177.2	165.9	-6.4%
Satışların Maliyeti (-)	-83.3	-36.9	-55.6%
BRÜT KAR/ZARAR	94.0	128.9	37.2%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.5	-2.2	42.9%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-70.4	-75.1	6.7%
<i>Personel Giderleri</i>	-40.3	-44.3	10.0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	3811.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	6.3	9.0	43.6%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1.1	-2.3	113.3%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	27.3	58.3	113.7%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	10.2	18.4	80.3%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-5.6	-8.8	56.6%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	0	0	0
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	31.9	68.0	113.0%
Finansman Gelirleri	6.9	12.6	81.5%
Finansman Giderleri (-)	-0.3	-0.5	83.2%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	-9.3	-19.1	105.0%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-8.5	-13.6	60.0%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-0.8	-5.5	571.8%
DÖNEM KARI/ZARARI	29.3	61.0	108.3%

Kaynak: TSPB

Kârlılık

Portföy yönetim şirketlerinin gelirlerindeki artış giderlerin artışın önüne geçmiş ve net dönem kârı geçtiğimiz yılın ilk çeyreğine göre iki katına çıkmıştır. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı oranları da bu gelişmelere bağlı olarak artmıştır.

2018 yılının ilk çeyreğinde 29 kurum 66 milyon TL kâr ederken, 20 kurum 5 milyon TL zarar etmiş ve sektördeki net

dönem kârı 61 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kâr eden kurum sayısı geçtiğimiz dönemde bir artmıştır.

En yüksek kâr eden Re-Pie Gayrimenkul, Yapı Kredi ve Ak portföy yönetim şirketleri toplam 29 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının neredeyse yarısını oluşturmuştur.

Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem Kâr/Zararları		
	2017/03	2018/03
Kurum Sayısı	50	49
Kâr Eden Kurum Sayısı	22	29
Zarar Eden Kurum Sayısı	28	20
Net Dönem Kârı (milyon TL)	29.3	61.0
Kâr Toplamı (Milyon TL)	35.7	66.1
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-6.4	-5.1
Net Kâr/Gelirler	31%	47%
Özsermaye Kârlılık Oranı	25%	33%

Kaynak: TSPB

AVRUPA BİRLİĞİ FİNTEK EYLEM PLANI

Deniz Kahraman

Finans alanında teknoloji kullanımı son dönemde hatırı sayılır düzeyde yaygınlaşmıştır. Fintek adıyla kısaltılan finansal teknolojiler, finansal hizmetlerin üretim ve dağıtım sürecini etkilemektedir.

Yapay zeka, mobil uygulamalar, bulut bilişim, büyük veri analitiği ve dağıtık defter teknolojisi alanındaki gelişmeler finansal sektör için yeni fırsatlar taşımaktadır. Bu teknolojiler finans kuruluşlarının iş modellerini değiştirdiği gibi, finansal erişimi de derinleştirmektedir.

Bu ortamda, kurallarını gelecekle uyumlu olarak teknolojik fırsatları yakalayacak şekilde tasarlamayı amaçlayan Avrupa Birliği (AB) finansal sektörün daha yenilikçi ve rekabetçi olması amacıyla finansal teknolojiler eylem planını Mart 2018’de açıklamıştır.

Eylem planı AB’nin ortak sermaye piyasası (Capital Markets Union) tasarlama hedefinin bir parçası olarak önem arz etmektedir.

Fintek eylem planı ilgili olarak, Avrupa Komisyonu’nun Dijital Tek Pazar Stratejisi (Di-

gital Single Market Strategy), Avrupa Birliği Siber Güvenlik Stratejisi (EU cybersecurity strategy) ve Elektronik İşlem Düzenlemesi (eIDAS), politika metinleriyle uyumlu şekilde tasarlanmıştır.

Eylem planının temelleri, Avrupa Komisyonu tarafından 2016 yılı Kasım ayında kurulan çalışma grubu ve 2017 yılında bir araya gelen fintek sektörünün paydaşlarının katkılarıyla atılmıştır.

Eylem planıyla aşağıdaki gibi üç ana hedef belirlenmiştir:

- Avrupa Birliğinde yenilikçi iş modellerinin desteklenmesi,
- finansal sektörde teknolojik yeniliklerin desteklenmesi,
- finansal sektörün güvenliği ve bütünlüğünün geliştirilmesi.

Eylem planında, yenilikçi iş modellerini desteklemek, siber güvenliği artırmak ve finansal sistemin entegrasyonunu güçlendirmek için 19 adım belirlenmiştir.

AVRUPA BİRLİĞİNDE YENİLİKÇİ İŞ MODELLERİNİN DESTEKLENMESİ

Açık ve Tutarlı Yetkilendirme

Avrupa Birliğinde finansal sektörde faaliyet gösteren şirketler, hizmetlerini sunmak için geleneksel veya yenilikçi araçlar kullanıp kullanmadıklarına bakılmaksızın faaliyetlerine, hizmetlerine veya ürünlerine göre ulusal düzenlemeler veya AB hukuku çerçevesinde yetkilendirilip denetlenmektedir. AB çapında yeknesak düzenleme koşullarıyla yetkilendi-

rilen firmalar AB pasaportu ile tüm üye ülkelerde faaliyet gösterebilmektedir.

Fintek eylem planının hazırlanmasına katkı koyan araştırmacılar, yetkilendirme sürecinde ölçülülüğe yeterli alan bırakıldığı takdirde, AB’deki mevcut düzenlemelerin, fintek şirketlerinin çalışması için uygun ortam yaratıldığını düşünmektedir. Bununla beraber dü-

zenleyicilerin finansal teknoloji şirketlerinin yetkilendirilmesinde ölçülülük yaklaşımları farklılaşabilmektedir.

Fintek eylem planında, kitle fonlaması alanında faaliyet gösteren kuruluşların (European Crowdfunding Service Providers-ECSP) Avrupa Birliği düzeyinde düzenlenmesi hedeflenmiştir. Düzenleme ile kitle fonlaması alanında faaliyet gösteren şirketlerin büyümesi teşvik edilirken, yatırımcı ve proje sahiplerinin korunması amaçlanmıştır. Bir finans kuruluşu kitle fonlaması alanında AB pasaportuna sahip olduğu durumda, Avrupa genelinde fon toplayabilecektir. Böylelikle, şirketler geniş bir yatırımcı tabanına ulaşabilecek, tasarruflar doğrudan yatırıma yönlendirilebilecektir.

Komisyon fintek şirketlerinin yetkilendirilmelerine ilişkin ayrışan yetkilendirme yükümlülükleri için daha fazla çalışma yapılması gerektiği değerlendirmesinde bulunmuştur. Bu anlamda, AB düzeyinde yasal çerçeveye açıklık getirilmesi ve yeni iş modellerini kapsayacak şekilde yasal çerçevenin tanımlanması ve ulusal düzenleyici otoritelere rehberlik sağlayarak daha uyumlu yasal çerçevenin oluşturulması gerekmektedir.

Diğer yandan, düzenleyici otoriteler kripto para birimleri ve kripto para ihracı (Initial Coin Offering/ICO) aracılığıyla kitle fonlaması uygulamalarını yakından takip etmektedir. Bu yöntem yenilikçi bir şekilde şirketlere kaynak yaratma imkânı sağlarken, aynı zamanda yatırımcılar için piyasa riski, sahtecilik ve siber güvenlik riskleri yaratmaktadır.

Kripto-aktiflere ve ICO jetonlarına yapılan spekülâtif yatırımlar, yatırımcıların kripto varlıklarını ve jetonlarını satın almalarını, bunları bulundurmalarını veya ticaretini yapmalarını sağlayan borsalar ve hizmet sağlayıcılardan kaynaklanan önemli piyasa riski, sahtecilik ve siber güvenlik risklerine maruz bırakmaktadır.

2017 yılı Kasım ayında Avrupa Sermaye Piyasası Düzenleyici Kuruluşu (ESMA), ICO'lar ile ilgili olarak yatırımcılara ve ihrâççıların karşı karşıya olduğu riskler hakkında çeşitli bilgilendirme metinleri yayınlamıştır. Bu metinlerde ICO'ların AB mevzuatıyla uyumlu hale gelebilmesi için gereken şartlara yer verilmiştir. ESMA'ya göre ICO'lar, İzahname Direktifi (Prospectus Directive/PD), Finansal Ürünler Piyasası Direktifi (MiFID), Alternatif Yatırım Fon Yönetimi Direktifi (AIFMD) ve Kara Para Aklama Önleme Direktifi kapsamındaki yükümlülükleri yerine getirmek zorundadır.

Komisyon yakın dönemde kripto varlıklarda gözlenen fiyat oynaklığının hayli yüksek olmasıyla, AB mevzuatının uygulanabilirliğinin daha iyi anlaşılması ile ilgili risk ve fırsatları değerlendirmeyi gerektirdiği kanaatindedir.

2018 yılı Şubat ayında Avrupa Komisyonu'nun talebi üzerine, Avrupa'daki üç finansal merkezi düzenleyici otorite tarafından (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi - ESMA, Avrupa Bankacılık Otoritesi - EBA ve Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi - EIOPA) kripto varlık satın almanın riskleri üzerine ortak uyarı metni yayınlanmıştır. 2017 yılı Aralık ayında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi, Kara Para Aklanmasının Önlenmesi Hakkında 4. Direktif'te değişikliğe giderek, müşteri tanıma kuralının sağlanması yoluyla, işlemlerin anonimliğini azaltarak, dijital cüzdan sağlayıcılar ile kripto-varlık borsaları arasındaki transferlerin izlenebilirliğini artırmıştır.

Bu ortamda Komisyon ICO'lar ve kripto-varlıklara yönelik mevcut AB düzenlemelerinin şirketler, yatırımcılar ve tüketicilerin bu yeniliklerden güvenli şekilde faydalanmasını temin edecek şekilde gözden geçirilmesinin gerekli olduğu değerlendirmesini yapmıştır.

Açık ve Tutarlı Yetkilendirme	
Avrupa Komisyonu kitle fonlama platformlarının (ECSP) düzenlemesine yönelik teklifte bulunmuştur.	1Ç2018
Komisyon AB’de EBA, ESMA ve EIOPA’dan oluşan finansal merkezi düzenleyici otoritelerin fintek alanındaki yenilikçi iş modellerinin denetim ve yetkilendirmesindeki yaklaşımlarını belirlemeye davet edilmiştir. Özellikle ulusal düzenleyicilerin ölçülülük ve esneklik ilkelerini nasıl uygulandığını araştırmaları gerekmektedir. Gerek görüldüğünde finansal merkezi düzenleyici kurumlar yaklaşım ve süreçlerine ilişkin rehber yayınlamalı veya Komisyona düzenleme önerilerinde bulunmalıdır.	1Ç2019
Komisyon, finansal merkezi düzenleyici kurumlar, Avrupa Merkez Bankası ve Finansal İstikrar Kurulu ile beraber kripto-varlık ve ICO’lardaki gelişmeleri izlemeye devam edecektir. Riskler, fırsatlar ve düzenleyici çerçevenin uygunluğunu değerlendirerek komisyon AB düzeyinde bir düzenleme gerekip gerekmediğine karar verecektir.	4Ç2018

Ortak Standartlar ve Birlikte İşleyebilir Çözümler

AB düzeyinde fintek piyasasının gelişmesi için, rekabeti artıracak, birlikte işleyebilirliği geliştirecek ve piyasada faaliyet gösteren kurumlar arasında bilgi alışverişi ve erişimini arttıracak standartların belirlenmesi AB Komisyonu tarafından önemli bulunmuştur.

Birlikte işleyebilirliğin geliştirilebilmesi için farklı yollar izlenebilir. Şirketler veya teknoloji sağlayıcıları, tüm tarafların bağlanabileceği geçici arayüzler geliştirebilir. Bir diğer yaklaşım ise, tüm piyasa ile birlikte çalışabilir standart çözümlerin geliştirilmesi yaklaşımıdır.

Fintek eylem planının hazırlanmasına katkı koyan araştırmacılar, öncelikle standartların geliştirilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Bu standartların yerel ve bölgesel olmanın da ötesinde global boyutta olması tercih edilmiştir.

Standardizasyona ilişkin olarak talepler özellikle, blok zinciri/dağıtık defter teknolojisi, uygulama programlama arayüzleri ve kimlik yönetimi alanındadır.

Komisyonun değerlendirmesine göre 2018 yılı Ocak ayında revize edilen Ödeme Hizmetleri Direktifine ilginç bir test senaryosu olacaktır. Düzenlemeye göre, bankalar fintek şirketleri için ödeme hesaplarına erişime dayalı hizmetlerini sunmaları için uygun iletişim kanallarını açmaları gerekmektedir. Standart hale getirilmiş uygulama programlama arayüzlerinin geliştirilmesi, kişisel verilerin ve tüketicinin korunması için ortam sağlarken, açık bir ortamda yeni ve iyileştirilmiş hizmetler sağlamak için alan yaratmaktadır.

Ortak Standartlar ve Birlikte İşleyebilir Çözümler	
Avrupa Komisyonu, Avrupa Standardizasyon Komitesi (CEN) ve Uluslararası Standardizasyon Örgütü (ISO) gibi standart belirleyici kurumlar ile birlikte çalışarak blok zinciri teknolojisi dâhil fintek için standartlar belirleyecektir.	4Ç2018
Avrupa Komisyonu, açık Avrupalı bankacılık eko-sistemine temel olacak şekilde piyasa katılımcılarının standart hale getirilmiş uygulama programlama arayüzü geliştirme yönündeki ortak çabalarını teşvik edecektir. (Söz konusu arayüzler Ödeme Hizmetleri Direktifi ve Genel Veri Koruma Düzenlemesi ile uyumlu olmalıdır.)	2Ç2019

AB Genelinde Yenilikçi İş Modellerinin Ortaya Çıkışını Kolaylaştırmak

Avrupalı şirketler, AB tek pazarından yararlanabilmek için, bazı yasal yükümlülükleri yerine getirmelidir. Yeni kurulan şirketler için ise bu yükümlülükleri yerine getirilmesi zorlayıcıdır.

Diğer taraftan, yenilikçi teknolojiler, düzenleyici otoriteleri denetleme açısından yükümlülüklerin nasıl yerine getirileceği hususunda zorlamaktadır. Komisyonun konuya ilişkin gözlemi, düzenleyici otoritenin teknoloji sağlayıcılarla iletişimi güçlendirmek konusunda istekli olduğu yönündedir.

Avrupa Birliği'nde üye olan ülkelerden 13'ü, fintek çalışmaları için uygun ortam sağlayan inovasyon merkezi veya düzenleme kum havuzu (regulatory sandboxes) olarak adlandırılan merkezleri kurmuştur. İnovasyon merkezi, kuruluşların fintek ile ilgili konuları tartışmak üzere bir araya geldiği, yetkili makamlarla işbirliği yaptığı bir ortam iken, düzenleme kum havuzları bunun da ötesinde düzenleme açısından yenilikçi şirketlere uygun olarak tasarlanmış bir ortamdır. Bu ortamda, yeni teknolojilerin geliştirilmesi için daha esnek düzenleme yükümlülükleri uygulanmaktadır.

AB Genelinde Yenilikçi İş Modellerinin Ortaya Çıkışını Kolaylaştırmak	
Komisyon, finansal merkezi düzenleyici otoriteler tarafından çıkarılan ulusal düzeydeki fintek düzenleyici çerçevesi inceleme çalışması ışığında, bu otoriteleri en iyi uygulamaları tespit etmeye ve gerektiği takdirde yönergeler yayınlamaya davet etmektedir.	4Ç2018
AB Komisyonu, üye ülkeler ve AB düzeyinde yetkilileri en iyi uygulama kurallarını temel alarak yenilikçiliğin kolaylaştırılması için inisiyatif almaya davet etmektedir. Komisyon merkezi düzenleyici otoriteleri de yenilikçi teknolojiler, inovasyon merkezleri ve düzenleme kum havuzlarının kuruluş ve faaliyetleri ile düzenleyici uygulamaların tutarlığı dâhil olmak üzere gözetim alanında işbirliğini kolaylaştırmaya teşvik etmektedir.	1Ç2019
Merkezi düzenleyici otoritelerin çalışmaları ışığında, AB Komisyonu en iyi kum havuzu uygulamaları raporunu sunacaktır.	1Ç2019

FİNANS SEKTÖRÜNDE TEKNOLOJİK YENİLİKLERİN DESTEKLENMESİ

Finans Sektöründe Yeni Teknolojiler İçin Uygun Kurallar Sağlamak

Teknoloji tarafsızlığı, Komisyon'un politikalarının yönlendirici ilkelerinden biri olmakla beraber, yenilikçi teknolojilerinin ortaya çıkışından önceki AB kuralları, uygulamada her zaman bu yeniliklere karşı tarafsız olmaya bilmektedir.

Fintek çalışmasına katılan paydaşlar, fiziki belge kullanımı gibi gereksinimler, internet üzerinden yapılan işlemlerde kara para aklama ve veri koruma kuralları kapsamındaki yükümlülükleri sağlamadaki güçlüklerin, bankacılık kesiminde yazılım yatırımlara iliş-

kin ihtiyati kuralların ABD uygulamasına göre daha az cazip olarak görülmesi gibi sorunları dile getirmiştir.

Bu sorunların bazılarının çözümü için Komisyon adımlar atmıştır. Örneğin, Tüketici Finansal Hizmetler Eylem Planı'nda Komisyon, elektronik kimlik ve uzaktan müşteri tanıma kuralının sınırlar arası uygulanması hususunu kolaylaştırma niyetini açıklamıştır. Bu planla birlikte, tüketicilerin internet ortamında tanınması ve kara para aklamanın önlenmesi kapsamındaki yükümlülüklerin yeri-

ne getirilmesi amaçlanmıştır. Bankalar söz konusu tanımlamayı eIDAS (Electronic Identification and Trust Services) direktifi ile uyumlu olarak yapmaktadır. Bu direktif, kişilerin elektronik ortamda kimlik doğrulamasının yapılabilmesi için 2014 yılında yürürlüğe girmiştir.

Avrupa Komisyonu, 2017 yılı Aralık ayında elektronik kimlik ve uzaktan müşteri tanıma kuralı sürecini yürütmek üzere yoğunlaşan bir çalışma grubu kurulmasına karar vermiştir. Mevcut düzenlemelerin, blok zinciri, akıllı

sözleşmeler (smart contracts) ve kripto para ihraçları (initial coin offering-ICO) gibi konularda yeni teknolojilerin kullanımını kısıtlayabileceği endişeleri dile getirilmiştir.

Komisyonun değerlendirmesine göre mevcut yasal çerçevenin yeniliklere ne denli tarafsız olduğunun belirlenmesi için ilave çalışma yapılması gerekmektedir. Bununla beraber finansal istikrar, yatırımcının korunması ve kara para aklama ile mücadele konuları gözetilmeye devam edilmelidir.

Finans Sektöründe Yeni Teknolojiler İçin Uygun Kurallar Sağlamak

Komisyon, mevcut düzenlemelerin yeni teknolojileri sınırlayıcı bir yönü olup olmadığını değerlendirecek bir çalışma grubu kuracaktır. Çalışmanın 2019 yılı ikinci çeyreğinde tamamlan

2Ç2019

Bulut Bilişimde Engellerin Kaldırılması

Bulut bilişimle veri işleme ve depolama kapasitesinin şirket dışına aktarılması, altyapı ve yazılım maliyetlerinin düşmesine yardımcı olurken, daha iyi performans, esneklik ve uyum sağlamasına yardımcı olduğu düşünülmektedir.

Bilişim altyapısını bulut şirketlerine devreden finansal hizmet şirketleri de veri koruma, risk yönetimi gibi yasal yükümlülüklerle tabidir. Fintek çalışmasına katılan paydaşlar, ulusal düzenleyici otoritelerin kurallarının belirsizliğinin bulut bilişim kullanımını sınırlandırdığını düşünmektedir.

Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA), 2018 yılı Mart ayında bulut bilişim kullanımına yönelik öneriler yayınlamıştır. EBA'nın yanı sıra Av-

rupa Sermaye Piyasası Düzenleyici Kuruluşu (ESMA) ve sigorta ve emeklilik şirketlerini düzenleyen EIOPA da bulut bilişim alanında çalışmalar yürütmektedir. Mevcut girişimlerin dışında, merkezi finansal düzenleyici kuruluşların konu hakkında çalışmalarını derinleştirmeleri ve uygulama rehberleri yayınlaması önerisi getirilmiştir.

Avrupa Komisyonu, AB'deki kişisel olmayan verilerin serbestçe paylaşımına yönelik olarak, bir çerçeve oluşturulması hakkında bir düzenleme önerisinde bulunmuştur. Bulut hizmetlerinin kullanımı ile ilgili olarak önerilen yönetmeliğin uygulanmasını kolaylaştırmak için Komisyon, 2018 yılı içinde ilgili paydaşları bir araya getirecektir.

Bulut Bilişimde Engellerin Kaldırılması	
Komisyon merkezi düzenleyici otoriteleri, bulut bilişim hizmet sağlayıcılardan hizmet alımına ilişkin için rehber hazırlanması ihtiyacını araştırma-ya çağırılmaktadır.	1Ç2019
Komisyon, bulut hizmeti sağlayıcıları hizmet sağlayıcıyı değiştirmeye imkân verecek şekilde özdüzenleyici kuralları belirlemeye çağırılmaktadır. Ayrıca, Komisyon finansal kurumlar için daha kolay veri aktarımı sağlamak üzere finans kurumlarından temsilcileri davet edecektir.	2Ç2018
Komisyon, finans kurumlarının bulut hizmeti kullanımı için standart sözleşme hükümlerinin geliştirilmesini teşvik edecektir. Finansal kurumlar ile bulut hizmeti sağlayıcıların katkı koyması beklenmekte olup, çalışmanın denetim, raporlama ve altyükleniciye (outsourc) aktarılacak faaliyetlerin önem derecesi gibi konuları kapsamı beklenmektedir.	2Ç2019

AB Blok Zinciri Girişimi ile Fintek Uygulamalarının Etkinleştirilmesi

Blok zinciri ve dağıtık defter teknolojisinin bilgi veya varlıkların dijital ağlar aracılığıyla alışverişi, onaylanması, paylaşılması ve erişilmesi şeklini değiştirecek büyük bir atılımın yapılmasına yol açması beklenmektedir. Çeşitli sektörlerle farklı uygulamaların temelini oluşturabilecek olan bu teknolojilerin uygulama alanı, sadece kripto varlıklar veya fintek ile sınırlı olmasa da finans sektörü bir çok alanda blok zinciri teknolojisinin gelişimine öncülük etmektedir.

Komisyonun değerlendirmesine göre dağıtık defter teknolojisi ve blok zinciri, yeni altyapı ve süreçlerin oluşturulmasıyla basitlik ve verimlilik sağlamaya yönelik büyük bir potansiyele sahiptir. Bu teknolojiler, gelecekteki finansal hizmetler altyapısının odağı olabilir. En etkili uygulamaların geliştirilmesi için girişimciler ve düzenleyiciler arasında derin bir işbirliğine ihtiyaç duyulmaktadır. Geliştirilme potansiyeli olan uygulamaların

kapsamı çok geniştir ve yakından izlenmelidir.

Blok zinciri teknolojisi, hala erken bir aşamada olsa da, bazı risklerin ele alınması gerekmektedir. Nitekim AB düzeyinde konuya ilişkin pek çok girişim bulunmaktadır.

Avrupa Komisyonu bünyesinde kurulan AB Blok Zinciri Gözlemevi ve Forumu, 2018 yılı Şubat ayında 2 yıllık süreyle gelişmeleri takip etmek ve çözüm önerileri sunmak üzere kurulmuştur.

Bu organizasyonun yanı sıra, Avrupa Parlamentosu, Şeffaflık Direktifi kapsamında; halka açık şirketler hakkında bilgiye erişimi kolaylaştırmak için Avrupa Finansal Şeffaflık Geçidi (European Financial Transparency Gateway-EFTG) pilot projesinin başlatılmasını desteklemiştir.

AB Blok Zinciri Girişimi ile Fintek Uygulamalarının Etkinleştirilmesi	
Komisyon, organize piyasalara kote olan şirketler hakkındaki bilgilerin daha fazla sayısallaştırılması konusunu, olası Avrupa Finansal Şeffaflık Geçidi uygulaması dâhil olmak üzere, kamuoyu görüşüne açacaktır.	2Ç2018
Komisyon, ilgili tüm yasal etkileri göz önünde bulundurarak, dağıtık defter ve blok zinciri teknolojisi üzerine finans sektörü dâhil olmak üzere ekonomideki tüm sektörlerle hitap edecek kapsamlı bir strateji belirlemek için çalışmaya devam edecektir.	
Komisyon, Şubat 2018’de AB Blok Zinciri Gözlemevi ve Forumu ile ortak blok zinciri altyapısını geliştirmek üzere fizibilite çalışması başlatmıştır. AB bünyesinde altyapı gelişimi için oluşturulan Connecting Europe Facility fonu çerçevesinde değerlendirilip değerlendirilmeyeceği değerlendirilecektir. AB Blok Zinciri Gözlemevi ve Forumu ile AB standardizasyon kurumları desteğiyle Komisyon yasal, yönetsel ve ölçeklenebilirlik konularında değerlendirmeler yapacak, birlikte çalışabilirlik ve standardizasyon çabalarını destekleyecektir.	1Ç2018

AB Fintek Laboratuvarı ile Düzenleyici ve Denetleyicilerin Yetenek ve Bilgi Düzeyinin Arttırılması

Komisyon, belirsizlik, yönlendirme eksikliği ve ulusal düzenleyiciler arasındaki farklı yaklaşımların fintek alanındaki yenilikleri gelişmesini engellediği tespitinde bulunmuştur. Uygulamada bazı teknoloji sağlayıcılarının, düzenleyici ve denetleyicilere, teknolojilerinin doğası ve finansal sektöre nasıl uygulandıkları konusunda bilgilendirmek için çaba harcadığı görülse de düzenleyici otoritelerin hizmet sağlayıcıların ev sahipliğindeki eğitim ve tartışma toplantılarına çekingen bir tavır sergilediği gözlenmiştir.

AB Komisyonu, yeni teknolojiler hakkında düzenleme ve denetim kapasitesini ve yeni teknolojiler hakkında bilgi düzeyini artırmak için bir fintek laboratuvarı kurmaya karar

vermiştir. Bu oluşum, teknoloji şirketleri ile düzenleyici ve denetleyici otoriteleri bir araya getirerek tartışma ortamı sağlayacaktır.

Fintek laboratuvarında aşağıdaki teknolojiler ele alınabilecektir;

- Kimlik doğrulama ve saptama teknolojileri,
- Dağıtık defter teknolojisi, bulut teknolojisi, makine öğrenmesi ve yapay zekâ,
- Uygulama programlama arayüzü ve açık bankacılık standartları,
- RegTech (yenilikçi teknolojilerle düzenleme açısından yaşanan kısıtları kolaylaştırmaya yönelik geliştirilen teknolojiler)

AB Fintek Laboratuvarı ile Düzenleyici ve Denetleyicilerin Yetenek ve Bilgi Düzeyinin Arttırılması	
Komisyon, 2018 yılının ikinci çeyreğine kadar, AB ve ulusal otoritelerin katılımıyla AB Fintek Laboratuvarı’nın kurulmasına karar vermiştir.	2Ç2018

Yatırım Ürünlerinin Dağıtım Ağının Geliştirilmesi İçin Teknolojiler

Sermaye piyasasında yatırım yapan bireysel yatırımcılar, yatırım ürünlerinin karmaşıklığı, maliyetleri ve belirsizlikleri ile karşı karşıyadır. Komisyon, son dönemde şeffaflığı artırıcı önlemlerle yatırımcıların kendisine uygun ürüne ulaşabilmesi için önemli ilerlemeler kaydedilse de bunların henüz yeterli olmadığı kanaatindedir.

Yeni teknolojileri kullanarak eksiksiz, karşılaştırılabilir ve kolay erişilebilir bilgiye ulaşabilmek için, veri odaklı çözümlerin faydalı olacağı değerlendirilmiştir. Bu çözümler, kamuya açık bilgileri derleyen platformlar olabileceği gibi, hesap makineleri, karşılaş-

tırma araçları, otomatik danışmanlar ve fon marketleri gibi dijital araçları birbirine bağlayan kullanıcı dostu bir arayüz olabilir. Böylelikle, artan şeffaflıkla birlikte sermaye piyasası kurumları arasında rekabet geliştirilecek, yatırımcılar daha fazla ürünü karşılaştırmaya ve seçme imkânına sahip olacaktır.

Bu nedenle Komisyon, bireylerin AB'nin sermaye piyasalarında uygun ve düşük maliyetli yatırım ürünlerini bulmalarına yardımcı olan teknoloji odaklı dijital arayüzlerinin mevcut durumunu incelemeye karar vermiştir.

FİNANS SEKTÖRÜNÜN GÜVENLİĞİNİ VE BÜTÜNLÜĞÜNÜN GELİŞTİRMEK

Avrupa Birliği'nde finans sektöründe siber güvenliğin sağlanması, AB Komisyonu için bir politika önceliğidir. Bununla birlikte, yüksek profilli siber saldırılarla mücadelede, sistemlerin dayanıklılığı ve bütünlüğünü sağlamaya yönelik olarak sürekli olarak ihtiyaçlar bulunmaktadır. Siber saldırıların sınırları aşan niteliği, ulusal düzenleyici ve denetleyici otoritelerin işbirliği içinde olmasını gerektirmektedir. Bu nedenle Avrupa Komisyonu bilgi ve iletişim teknolojileri güvenliği hizmet ve ürünleri için ortak bir sertifikasyon çerçevesi geliştirilmesine karar vermiştir.

Finans sektörü siber güvenlik alanında diğer sektörlerden daha hazırlıklı olmakla birlikte, aynı zamanda en çok saldırı altındaki sektördür. Operasyonel ve siber riskler, finansal sistemin istikrarı üzerinde risk yaratmakta ve güveni zedelemektedir. Avrupa Parlamentosu, finans sektörünün istikrarına yönelik tehditlerle birlikte, Avrupa Komisyonu'nu Fintek Eylem Planında siber güvenlik konusunu bir numaralı öncelik olarak benimsemeye çağırmıştır.

Siber güvenliğin geliştirilmesi için tehdit istihbaratına ve bilgi paylaşımına erişim de

önem taşımaktadır. AB finansal sektörü genelinde istihbarat paylaşımıyla birlikte daha yakın işbirliği ve koordinasyonla siber tehditleri önlemeye ve azaltmaya yardımcı olacaktır. Fintek eylem planının hazırlanmasına katkı koyan araştırmacılar, siber tehditler hakkında bilgi paylaşımının genel veri koruma yönetmeliği gibi mevzuatla sınırlanabileceğine dair endişelerini dile getirmiştir.

Denetim otoriteleri, siber güvenlik önlemlerinin etkinliğini değerlendirmek için giderek daha fazla etki ve dayanıklılık testi yürütmektedir. Düzenleyici kuruluşlar, finansal kuruluşların sınırları aşan altyapıları nedeniyle, ortak bir test altyapısının kurulması gerektiğinin farkına varmıştır.

Komisyon, Avrupa Merkez Bankası, merkezi düzenleyici kuruluşlar ile ulusal düzenleyici otoriteler tarafından oluşturulan finansal sektörün siber saldırılara karşı sağlamlığını test etmek üzere, TIBER-EU (European Framework for Threat Intelligence-based Ethical Red Teaming) girişimini yakından takip ettiğini belirtmiştir. Nitekim, bu girişim eylem planı yayınlandıktan sonra, Mayıs 2018'de finansal kurumlara yönelik olarak AB çapın-

da siber saldırılara ilişkin kontrollü testler için genel çerçevesini açıklamıştır.

Siber dayanıklılık, etkili eğitim ve farkındalık yaratma etkinliklerinin yanı sıra kolektif ve geniş kapsamlı bir yaklaşım gerektirmektedir.

dir. Bunun için Komisyon, siber güvenlik de dâhil olmak üzere, Avrupa çapında dijital becerileri geliştirmek için Dijital Eğitim Eylem Planı'nı 2018 yılı Ocak ayında kabul etmiştir.

Finans Sektörünün Güvenliğini ve Bütünlüğü Geliştirmek	
Komisyon, finans sektörü katılımcıları arasındaki siber tehditler hakkında bilgi paylaşımını sınırlandıran engelleri araştırmak ve değerlendirmek ve veri koruma standartlarından taviz vermeden çözümleri tespit etmek için bir kamu ile özel sektör işbirliğinde çalıştay düzenleyecektir.	2Ç2018
Komisyon, finansal merkezi düzenleyici otoriteleri siber güvenlik alanındaki mevcut durumu değerlendirmeye davet etmiştir. Düzenleyici otoriteler gerektiği durumda düzenlemelerin yakınsaması ve bilgi ve iletişim teknolojileri alanında risk yönetimi gerekleri için rehberler yayınlamayı değerlendirmelidir. Bu kurumlar ihtiyaç halinde Komisyona teknik iyileştirmeler için öneride bulunmalıdır.	1Ç2019
Komisyon, finansal merkezi düzenleyici otoriteleri önemli piyasa katılımcıları ve altyapılar için AB genelinde tutarlı bir siber dayanıklılık testi çerçevesinin geliştirilmesinin maliyetleri ve faydalarını değerlendirmeye davet etmektedir.	4Ç2018

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Finansal teknolojilerdeki hızlı yenilik ve dönüşüm ortamı, finans sektörünü yapısal değişikliklere yöneltmektedir. Bu hıza yetişmek için, düzenleyiciler tarafından alınabilecek katı ve acele düzenlemeler, öngörülme sonuçların ortaya çıkma riskini taşımaktadır.

Bu ortamda, Avrupa Komisyonu, yeni teknolojilerin gelişimini desteklerken, risklerin yönetilmesini ve yatırımcının korunmasını amaçlayan bir düzenleyici çerçeve oluşturmak için çalışmalar yürütmektedir. AB Ortak Sermaye Piyasası hedefinin bir parçası olarak Komisyon 2018 yılının Mart ayında AB Fintek Eylem Planını kamuya açıklamıştır.

Eylem planı, fintek girişimlerini teşvik etmek ve ortaya çıkan riskleri proaktif şekilde önlemek üzere tasarlanmıştır. Finansal istikrarı ve yatırımcının korunmasını sağlayarak, finansal sektörde yenilikleri teşvik etmek üzere çok sayıda eylem belirlenmiştir. Finans alanında yeni teknolojilerin kullanılmasıyla

birlikte, AB finansal sisteminde entegrasyon ve rekabetçiliğin destekleneceği, finans sektörü ve hanehalkını olumlu etkileneceği değerlendirilmektedir.

Açıklanan eylemler arasında Avrupa Birliği ve üye ülkelerin temsilcileri ile teknoloji üreticilerinin tarafsız bir ortamda bir araya gelebileceği AB Fintek Laboratuvarının kurulması; dağıtık defter, blok zinciri teknolojisini ve kripto varlıkların ekonomiye etkisi hakkında kapsamlı strateji üretmek üzere AB Blok Zinciri Gözlemevi ve Forumunun kurulması gibi girişimler de yer almaktadır.

Eylem planıyla beraber fintek alanında AB üyesi ülkelerin uygulamalarının birbiriyle olan uyumunun artacağı artacağı öngörülmektedir. Yeni teknolojilerle birlikte finansal sektör arasında bilgi paylaşımının artmasıyla birlikte, finans kuruluşlarının kırılganlığının azalması, sektörde yaşanan olası bir olumsuzluğun diğer paydaşlara olan bulaşma

etkisini sınırlayabilmesi mümkün olabilecektir. Diğer yandan, üye devletlerin finans kuruluşları arasında uyumun sağlanmasıyla birlikte, uluslararası piyasada rekabet gücü artabilecektir.

Türkiye'de finansal sektörün gelişiminin önündeki en önemli kısıtlardan biri; ülkede finansal erişimin, finansal okuryazarlık ile

finansal araç ve kurumların bilinirliğinin düşük olmasıdır. Fintek alanındaki yeni teknolojilerin takip edildiği, bu teknolojilerin Türkiye'de uygulanabilirliği üzerine çalışmaların yapıldığı bir Fintek Merkezinin kurulması bu anlamda faydalı olacaktır. Fintek alanındaki fırsatların değerlendirilmesiyle birlikte, İstanbul Finans Merkezi hedefleriyle uyumlu yeni iş modelleri geliştirilebilecektir.

KAYNAKÇA

European Commission, 2018. FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector.

FinTech: Commission takes action for a more competitive and innovative financial market.
http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1403_en.htm?locale=en

European Commission, 2018. Frequently asked questions: Financial Technology (FinTech Action Plan)
http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-1406_en.htm?locale=en

European Banking Authority, Payment Services Directive.
<https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-final-guidelines-on-authorisation-and-registration-under-psd2>

ESMA, ICO Risks For Investors and Firms.
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>

European Banking Authority, Recommendations on Outsourcing to Cloud Service Providers
https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2170125/Recommendations+on+Cloud+Outsourcing+%28EBA-Rec-2017-03%29_EN.pdf/e02bef01-3e00-4d81-b549-4981a8fb2f1e

European Commission, Digital Education Action Plan.
https://ec.europa.eu/education/initiatives/european-education-area/digital-education-action-plan_en

İNGİLTERE’DE DÜZENLEYİCİ KUM HAVUZU UYGULAMASI

Ceylan Anıl

Kum havuzu, bilgisayar biliminde yazılım projelerini güvenli bir şekilde test etmek amaçlı yaratılan kapalı ortamı ifade etmek için kullanılan bir terimdir. Finans sektöründe son yıllarda hızlanan teknolojik yenilikler, bu uygulamanın düzenleyiciler tarafından da benimsenmesine yol açmıştır. Hâlihazırdaki düzenlemeler tarafından korunmayan ve denetlenmeyen yeni iş modelleri için, düzenleyici bir mekanizma oluşturma amacıyla yaratılan kapalı test ortamlarını ifade etmek amacıyla “düzenleyici kum havuzu” terimi kullanılmaya başlanmıştır. Düzenleyici kum havuzu, fintek girişimlerinin ve diğer yenilikçi şirketlerin düzenleme ve denetleme mekanizmalarının kontrolünde daha esnek şartlar altında fikirlerini hayata geçirmelerini sağlayan bir finansal serbestlik sistemini ifade etmektedir.

Finans sektöründe teknoloji ve iş modelleri büyük bir ivmeyle evrimleştiği ortamda hâlihazırdaki düzenlemelerin uygulanabilirliği sorgulanır olmuştur. Düzenlemeler yeni teknolojilerin kullanımı konusunda doğru sınırlandırmalara, uzmanlığa ve araçlara sahip olmak konusunda yetersiz kalmaya başlamış, düzenlemelerin esasları ile finansal teknolojilerin ihtiyaçları çakışır olmuştur.

Yeniliklerin teşvik edildiği rekabetçi bir ortamın oluşabilmesi ve düzenlemelerin teknolojiye adapte olabilmesi için, birçok ülkede “fintek merkezi”, “kuluçka merkezi” gibi destekleyici mekanizmalar yaratılmıştır. Düzenleyici kum havuzu da bu mekanizmalardan biridir.

Fintek dünyasında “kum havuzu” terimi, ilk defa ABD Tüketici Finansal Koruma Kurumu (U.S. Consumer Financial Protection Bureau) tarafından 2012’de Project Catalyst adı altında bir pilot çalışmada kullanılmıştır. Bu proje sistematik bir düzenlemeden ziyade, küçük ve orta ölçekli girişimlerin finansal düzenlemelerde eksik veya teknolojik gelişmelerle uyumsuz buldukları hususları kuruma bildirmesi odaklıdır.

Terimi “düzenleyici” kelimesi ile birleştirerek uygulamaya koyan ülke ise İngiltere olmuştur. İngiltere 2015’te düzenleyici kum havuzu uygulamasını sistematik bir şekilde kurmuş ve hayata geçirme kararı almıştır. Öncülüğünü İngiltere’nin yaptığı bu yaklaşım, daha sonra farklı ülkelerde de uygulanmaya başlanmıştır.

Bu raporumuzda, uygulamanın mimarı İngiltere’de düzenleyici kum havuzu uygulaması incelemesi yapılacaktır.

FCA KUM HAVUZU UYGULAMASI

İngiltere’de denetlemeden sorumlu olan finansal işlemler otoritesi FCA (Financial Conduct Authority) tarafından 2014’te “Project Innovate” adı altında düzenlemelerin teknolojiye yetişmesi ve katma değer vadeden yenilikçi girişimlerin önünün açılması amaçlı bir proje hayata geçirilmiştir. Bu kapsamda 2015 yılında düzenleyici kum havuzu uygulamasının başlatma kararı alınmıştır. Bu uygulama, sadece rehberlik hizmetlerinin yetersiz kaldığı alanlarda girişimleri teşvik etmek üzere tasarlanmıştır. Kum havuzu uygulaması kapsamında, teknolojik ürünlerin gelişmesinin önünde engel yaratan belli düzenlemeler FCA denetim ve gözetiminde esnetilmekte, şirketlere daha geniş bir alanda fikirlerini deneme fırsatı yaratılmaktadır.

Kum havuzu test ortamında, şirketler ürünlerini müşterilere belirli sınırlar altında ulaştırmaktadır. Şirket böylece, bir yandan düzenlemeler ve denetimdeki esneklik sayesinde uygulamak istediği teknolojiyi daha kolay uygulamaya koyarken, bir yandan ürünlerine olan talep ve müşteri ihtiyaçları gibi konularda da bilgilенmekte ve ürünlerini aldığı geri bildirimlere göre geliştirme fırsatı bulmaktadır.

Kum havuzu uygulaması için, başvurular Haziran 2016’da alınmaya başlanmıştır. Uygulama yılda iki kere en fazla 6 aylık test süreleri ile uygulanmaktadır.

Kum havuzu test ortamından faydalanan şirketler aşağıdaki gibidir:

- Yenilikçi hizmet ve ürünlerini ortaya çıkarmadan önce FCA tarafından yetki belgesi alması gereken şirketler,
- FCA denetimine tabii olan, fakat hâlihazırdaki düzenlemelerin

çerçevesine uymayan yenilikçi bir hizmet/ürün fikri olan şirketler

- FCA tarafından düzenlenen şirketlere hizmet sağlayan teknoloji şirketleri. Bir şirketin kum havuzu test ortamına girebilmek için, belirli uygunluk kriterlerini sağlaması gerekmektedir. Bu şirketlere daha sonra belli “kum havuzu araçları” sağlanmaktadır. Şirket hâlihazırda geçerli olan düzenlemelere kıyasla belli esneklikler elde ederken, bir yandan müşteri sayısı, kullanılan teknolojiler gibi belli kısıtlamalara tabi olmaktadır. Ayrıca bu süreçte ilgili ürün ve hizmetten yararlanan müşterilerin korunması için özel “kalkanlar” geliştirilmektedir. Bu konular ileride ayrıntılı şekilde anlatılacaktır.

Kum havuzu süresinde; test edilen teknolojilerde bir sorun yaşanması halinde, tüketicilerin riskini asgari düzeye indirebilmek için, şirketler “çıkış planı” hazırlamaktadır. Bu plan FCA tarafından incelenip onaylanmadan şirketler kum havuzuna girememektedir. Şirketler çıkış planlarında, ürünle ilgili sorun çıktığında müşterilerin başka bir ürüne veya şirkete yönlendirilip yönlendirilmeyeceği, müşteriye geri ödenecek ücret, tazminat gibi konulara açıklık getirmektedir.

Test süresinin sonuna gelindiğinde, firma tüm test sonuçlarını başarılı ve başarısız olduğu alanlarla birlikte raporlamakta, sistemden çıkış planını ve gelecekte uygulamayı düşündüğü iş modelini FCA’ya sunmaktadır. Bu rapor FCA yetkilileri tarafından kontrol edilmekte ve şirketin güvenli bir şekilde sistemden çıkması sağlanmaktadır. Çıkış planını gerçekleştiren şirketler, kum havuzunun sunmuş olduğu tüm olanaklardan feragat

etmektedir. Şirketler daha sonra, kum havuzu dışında ürünlerini piyasaya sürmeye hazır olup olmadıkları konusunda karar vermektedir.

İlk grup Haziran 2016'da seçilen firmalarla başlamış, bunu Ocak 2017 ve Haziran

2017 zamanlarında sırasıyla 2. ve 3. gruplar takip etmiştir. Temmuz 2018 itibarıyla ise grup 4'e seçilen şirketler açıklanmıştır.

SEÇİM KRİTERLERİ

Kum havuzu test ortamına girmek isteyen kurumların sağlaması gereken şartlar Tablo 1'de açıklanmıştır. Bunun dışında şirketlerin kum havuzu test ortamı sonrası için de ileriye dönük stratejileri olması beklenmektedir.

Gerekli şartları sağlayıp kum havuzu test ortamına kabul edilen şirketler test ortamındayken ortaklık yapılarında değişiklik yapamazlar.

Tablo 1: Kum Havuzu Uygulamasından Yararlanabilmek İçin Gerekli Kriterler			
Kriter	Temel Sorular	Olumlu Göstergeler	Olumsuz Göstergeler
Kapsam	Yenilik İngiltere'de düzenlemeye tabi bir faaliyet alanında mı? Veya İngiltere'de düzenlemeye tabi olan faaliyet alanlarını destekliyor mu?	Yenilik İngiltere'ye yönelik görünüyor	Yenilik İngiltere'de kullanıma yönelik görünmüyor
Kökten Yenilik	Yenilik köklü bir değişim vadediyor veya sektöre değerli bir çözüm sunuyor mu?	Sektörde bu yeniliğe ikame sınırlı sayıda ürün buluyor/ ikame başka hiçbir ürün bulunmuyor Üretim kapasitesini büyük ölçüde arttıran bir yenilik	Sektörde önerilen yeniliğe yakın birçok çözüm bulunuyor
Müşteri Menfaati	Yenilik müşterilere (doğrudan veya rekabeti artırma yoluyla) hesaplanabilir fayda sağlıyor mu?	Yenilik müşteriler için doğrudan ya da dolaylı olarak büyük fayda yaratacak gibi görünüyor Firma müşterilerin karşılaşabileceği tüm riskleri tanımlamış ve bunları hafifletme amaçlı stratejiler geliştirmiş Yenilik etkin rekabeti artırmaya yönelik	Yeniliğin müşteriler, sektörler ve/veya finansal sistem için zarar verici etkileri olabilir Yenilik, düzenlemelerden kaçınmak için tasarlanmış gibi görünüyor
Kum Havuzuna Duyulan İhtiyaç	Yeniliğin kum havuzunda denenmesi için bir ihtiyaç var mı? Kum havuzu araçlarına ihtiyaç var mı?	Yenilik hâlihazırdaki düzenleme çerçevesi ile uyumsuz; yeniliğin sektöre açılması bu nedenle zor ve masraflı Yeniliği canlı ortamda kum havuzu araçlarıyla test etmek, firma için faydalı olacak Tam yetkilendirme süreci firma için çok uzun/masraflı	Yeniliğin denenmesi için canlı test ortamına ihtiyaç yok Test FCA desteği olmadan da kolayca uygulanabilir Firmaya kolayca rehberlik hizmeti sunulabilir

Test Ortamına Hazırlık	Yenilik canlı ortamda gerçek müşterilerle test edilmeye hazır mı?	Öncesinde bazı testler yapılmış Firma hedef, strateji, kullanılacak parametreler ve başarı kriterlerini geliştirmiş Test ortamı için gerekli kaynaklar hazır Müşteri koruması için gerekli önlemler alınmış ve şirket gerektiğinde telafi araçları sağlamaya hazır	Test ortamı için planlanan hedefler ve stratejiler belirsiz veya olgunlaşmamış Öncesinde hiçbir test yapılmamış/ yeterli değil Test ortamı için gerekli kaynaklar hazır değil Müşteri koruması için önerilen önlemler yetersiz veya ilgili durumlarda telafi etme araçları sağlanmıyor
-------------------------------	---	---	---

Kaynak: FCA

KUM HAVUZU MEKANİZMALARI

Kum havuzuna kabul edilen şirketler, farklı kum havuzu mekanizmalardan yararlanabilmektedir. Genel kullanıma yönelik araçların yanı sıra, şirketlere özel farklı esneklik ve kısıtlamalar da kullanılabilmektedir. Ancak, test ortamından çıkıldığında bu esneklikler ortadan kalkmaktadır.

En fazla kullanılan araçları bu bölümde açıklanmaktadır.

Lisanslama ve Yetkilendirmede Esneklik

Finans alanında İngiltere’de denetime tabi olan şirketlerin FCA tarafından yetkilendirilmiş olması ve ilgili lisanslara sahip olması gerekmektedir. Kum havuzu test ortamında ise şirkete özel bir yetkilendirme süreci bulunmaktadır. Böylece gerekli tüm yetkilerini ve lisanslarını almamış küçük ölçekli girişimler kum havuzu ortamında ilgili yetkilere sahip bir şirket gibi ürün ve fikirlerini hayata geçirebilmektedirler. Şirketler bu sayede geleneksel (kum havuzu haricindeki) yetkilendirme işlemleri sırasında ortaya çıkacak yüklü harç ve diğer masraflara maruz kalmamaktadır. Bununla beraber sınırlı yetkilendirme de bazı harçlara tabi olabilmektedir.

Böylece şirketlerin yenilikçi fikirlerini denerken uyması gereken yasal standartlar ve gereklilikler hafifletilmektedir. Bu kolaylıklar yalnızca kum havuzuna başvuruda belirtilen ürün veya hizmetin geliştirmemesinde kullanılabilir.

Sınırlı yetkilendirme alabilmek için şirketlerin sağlanması gereken bazı minimum kriterler bulunmaktadır. Öncelikle, şirketin genel merkezi İngiltere içinde bulunmalı ve FCA tarafından düzenlenen bir alanda faaliyet göstermelidir. FCA şirketin kaynaklarını (çalışanlar gibi finansal olmayan kaynaklar da dâhil olmak üzere), ilgili faaliyet alanı çerçevesinde yeterli bulmalıdır. Yanı sıra, şirkette iş modelinin yapısına uygun ve yetkin çalışanlar bulunmalıdır.

Sınırlı yetkilendirmeler, test sürecinin bitimiyle sona ermektedir. Şirketler kum havuzundan çıktıklarında, faaliyet alanlarının gerektirdiği tüm yetki ve lisansları almakla yükümlüdür.

Özel Rehberlik Hizmeti

Şirketlere, geliştirmek istedikleri fikirler ve kullanacakları teknolojiler ile ilgili olarak, FCA tarafından düzenlemeler ve uymaları gereken gereklilikler konusunda özel

rehberlik hizmeti verilmektedir. Bu rehberlik test süreci boyunca devam etmektedir.

Düzenlemelerde Esneklik ve Muafiyet

FCA, yeniliklerin test edilmesinin önünde büyük bir engel olan bazı düzenlemeleri, test ortamında bulunulan süre boyunca esnetebilmekte ve şirkete özel muafiyet uygulayabilmektedir.

Örneğin, kum havuzunda yer alan ve finansal enstrümanların yaşam döngüsünü otomatize eden bir şirketin platformu, dünyanın ilk kripto para cinsinden tahvil ihracında takas işlemleri için geleneksel platformlar yerine kullanılmıştır.

FCA'nın hangi düzenlemelerde ne ölçüde esneklik tanıyabileceğine dair ayrıntılı bilgi sitesinde bulunmaktadır. Bu genel esnekliklerin yanı sıra, şirketlerin özel durumlarına göre FCA yeni esneklikler tasarlayabilmektedir. Şirketin tüm bu esneklikler arasında hangilerinden yararlanabileceğine FCA karar vermektedir.

Denetimde Esneklik

Kum havuzu test ortamına giren şirketler, FCA tarafından talep edilen tüm faaliyetlerini ve finansal hareketlerini

raporladıkları sürece, denetim gerekliliklerinden ve disiplin işlemlerinden muaftır. Şirketler, test ortamı boyunca FCA standartlarına veya amaçlarına aykırılıktan denetlenmemektedir.

Tüm bu esneklikler, şirketlerin diğer türlü ürününü hayata geçirebilmek için harcayacağı zaman ve masrafları hafifletmektedir. Yetkilendirme ve lisanslamalarda yaratılan esnekliklerle, şirketler ürünlerini pazara çok daha hızlı sunabilmektedir.

Tüm süreç boyunca FCA uzmanları ile birlik içinde olmak, özellikle küçük girişimlerin düzenleme ve denetleme yükümlülükleri konusunda bilinçlenmesine yardım etmektedir. Bir yandan girişimlerin fikirleri düzenlemelere göre yön alırken, FCA da düzenlemelerdeki eksikleri ve gerekli olan değişimleri saptama fırsatı bulmaktadır.

Yanı sıra düzenleme ve denetim kolunda uygulanan esneklikler, müşterinin faydasına olan yenilikçi projelerin çıkması için hangi konularda değişiklik yapılması gerektiğine parmak basmaktadır. Bu tür esneklikler sayesinde test edilip gerek müşteriye fayda, gerek maliyet olarak verimliliği artıran projeler, FCA'ya da düzenlemelerdeki eksiklikler konusunda ışık tutmaktadır.

KUM HAVUZU KISITLAMALARI

Kum havuzu uygulamasında yer alan şirketler belirli kolaylıklar sağlanırken, bu şirketlere bazı kısıtlamalar getirilmektedir.

Zaman Kısıtı

Önceden de belirtildiği gibi, test ortamı grup prensibiyle azami olarak 6 aylık zaman aralıklarında yapılmaktadır.

Şirketler 6 aydan uzun süre kum havuzu uygulamasının olanaklarından yararlanamamaktadır.

Müşteri Kısıtı

FCA gerekli gördüğü noktalarda müşteri sayısı ve profili konusunda kısıtlamalar getirebilmektedir. Yanı sıra, müşterilere

kum havuzu ortamında test edilen bir üründen yararlandıkları bilgisi verilmektedir.

Ek Bildirim Yükümlülükleri

Müşteri güvenliğini korumak amacıyla FCA, şirketlerin test ortamına girerken uygulanacak stratejileri belirlemiş olmasını istemekte ve denetimden geçirmektedir. Süreç boyunca ise, tasarlanan stratejilerle gerçekleşen durumlar arasında sürekli kontrol sağlanmaktadır.

Yakın İzleme

Şirketler FCA uzmanları tarafından danışmanlık hizmeti alırken, bir yandan yakın takipte gözlemlenmektedir. Şirkete özel durumlara göre, raporlanacak konular ve ek rapor aralıkları değişkenlik göstermektedir.

Feragat Edilemez Düzenlemeler

FCA'nın hâlihazırda sunduğu belli bazı esneklikler sitesinde ayrıntılı şekilde açıklanmaktadır. Bunun dışında düzenlemelerde şirket özelinde farklı esneklikler de sağlanabilmektedir.

Bununla beraber her konuda esneklik sağlanmamaktadır. Örneğin sigorta poliçesi hazırlamak için, bir şirketin gerekli FCA yetkilerine sahip olması şarttır. Bu konuda esneklik yapılmadığı için, sigortacılık faaliyetlerinde bulunmak isteyen birçok girişim, yetkili sigorta şirketleri ile önceden ortak olmuştur. Aynı şekilde, faaliyet alanı çok taraflı işlem platformları olan şirketler için, başlangıçta sahip olmaları gereken öz kaynak konusunda bir esneklik yapılmamış ve şirketler bu gerekliliğe uymak durumunda kalmıştır.

GRUP ANALİZİ

İlk kum havuzu grubuna Haziran 2016'ya kadar yapılan 69 başvurudan 18'i katılmıştır. Kasım 2016'da bu grup kum

havuzuna alınmış, daha sonra başvuru ve test süreçleri 6'şar aylık aralıklarla devam etmiştir.

Tablo 2: Kum Havuzu Gruplarının Özellikleri

	1. Grup	2. Grup	3. Grup	4. Grup
Dönem	2016 Güz	2017 Yaz	2017 Güz	2018 Yaz
Başvuru Sayısı	69	77	61	69
Test Ortamına Giren Sayısı	18	24	18	29

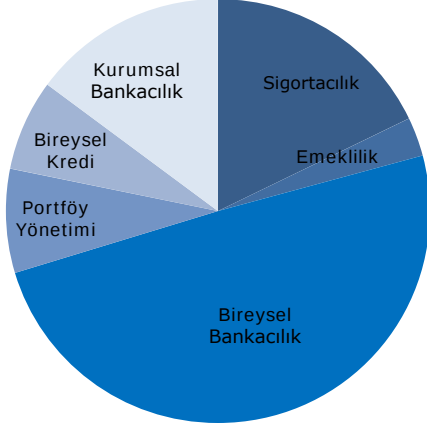
Kaynak: FCA

2018 Temmuz sonu itibarıyla ilk 3 grup kum havuzu sürecini tamamlamış ve 4. gruba katılacak olan şirketler açıklanmıştır.

Tüm gruplarda test edilen popüler konular dağıtık kayıt teknolojisi, kitlesel fonlama, otomatik danışmanlık, biyometrik doğrulama, sigortacılık olmuştur. 2017 sonunda FCA, ilk iki grubun sonuçlarını

analiz eden bir rapor sunmuştur. Rapora göre kum havuzu uygulamasının ilk yılında birçok farklı faaliyet alanından firma test ortamında projelerini denemiş olsa da, kum havuzu uygulamasına giren firmalar arasında yoğunlaşma mevcuttur. Test ortamına girenlerin yarısının ana faaliyet konusu bireysel bankacılıkken, bunu sırasıyla sigortacılık ve kurumsal bankacılık takip etmektedir.

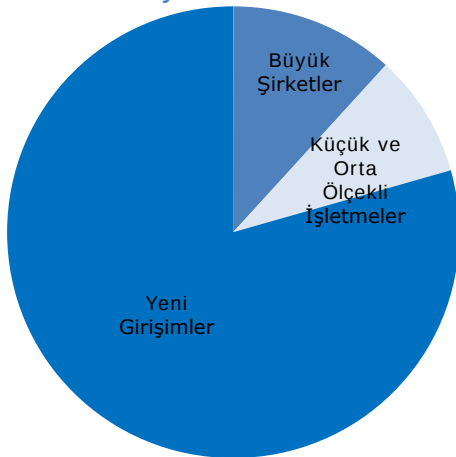
Grafik 2: Katılımcıların Sektörel Dağılımı



Kaynak: FCA

Kum havuzu uygulaması sadece yeni girişimleri değil, yeni fikri olan yerleşmiş firmaları da desteklemektedir. Fakat test ortamına başvuran ve katılan çoğu firma hâlihazırda FCA tarafından yetkilendirilmemiş yeni girişimler olmuştur. Bu firmaların büyük çoğunluğu kum havuzunun kısıtlı yetkilendirme muafiyetinden yararlanmış; sadece test ettikleri faaliyet konusu sınırlarında yetki alma koşullarını yerine getirme zorunluluğunda tutulmuştur.

Grafik 3: Katılımcıların Büyüklükleri



Kaynak: FCA

Kum havuzu test ortamına kabul edilen şirketler, bir yandan yeni teknolojileri geleneksel iş yapma süreçlerine adapte

etmeyi denemiş, bir yandan müşteri deneyimini kolaylaştırıp zenginleştirecek yenilikçi fikirlerini geliştirmiştir.

Kum havuzunun ilk yılında projelerini test eden 42 kurum arasında test edilen en popüler teknoloji 17 kurumun kullandığı dağıtık kayıt teknolojisi olmuştur. Genelde kurumlar bu teknolojiyi, ödeme sistemlerindeki uygunluğunu test etmek için kullanmıştır. Bunun dışında, şirketlerin ilgilendiği alanlar otomatik danışmanlık, alternatif halka arz platformları, çevrimiçi bankacılık ve telefon aracılığıyla yapılan bankacılık işlemlerinde geliştirmeler, seyahat ve mülk sigortası ürünleri ve tasarruf uygulamaları olmuştur.

Firmaların üzerinde çalıştıkları projeler aşağıda örneklenmiştir.

Dağıtık Kayıt Teknolojisi

En çok test edilen teknoloji olan dağıtık kayıt, genelde sınır ötesi ödeme sistemlerinde kullanılmıştır. Testlerde, ödeme sistemlerinde dijital para kullanımının hız, işlem sayısı gibi konulardaki başarısı test edilmiş ve geleneksel para birimleri kullanımı ile karşılaştırılmıştır. Bu testlerde gerek işlem sayısı gerek işlem maliyeti açısından dağıtık kayıt teknolojileri, geleneksel ödeme sistemlerine göre daha başarılı sonuçlar vermiştir.

Başka bir firma İngiliz sterlinini (GBP) Güney Afrika randına (ZAR) çevirirken aracı bir dijital para birimi kullanmayı denemiştir. Bu şekilde yapılan transferlerin çok daha hızlı ve ucuz olduğu görülmüştür.

Her ne kadar dağıtık kayıt teknolojisi işlem hızında büyük fark sağlasa ve geleneksel yöntemlere göre çok daha ucuz olsa da, dijital para birimlerinin volatil yapısı ve likidite riski gibi faktörler kısıtlayıcı olmuştur.

Çevrimiçi Platformlar

Bazı firmalar, düzenli işlemlerini çevrimiçi platformlara taşıyarak verimliliklerini artırma yoluna gitmiştir.

Örneğin, bir firma halka arzların dağıtım sürecini çevrimiçi platforma taşıyarak, bilgilerin ilgililer arasında çok daha şeffaf ve verimli şekilde taşınmasını sağlamıştır.

Bir başkası küçük ve orta ölçekli işletmelerin kur riskini azaltmaya yönelik olarak, döviz opsiyonlarına erişimlerini kolaylaştıran çevrimiçi bir platform kurmuştur.

Uygulama Programlama Arayüzleri

Uygulama programlama arayüzleri (API) sayesinde, firmalar müşterilerin birçok finansal veriye aynı anda ulaşmasını test etmiştir. Örneğin, bir firma müşterilerin banka, kredi kartı, emeklik yatırımı vb. tüm hesaplarına aynı anda ulaşabilmesini sağlayan basit bir arayüz geliştirmiştir. Uygulama tüm hesaplara aynı anda erişerek, aynı zamanda müşterilere harcama alışkanlıklarını daha kapsamlı şekilde resmetmiştir.

Bankalar gibi büyük finansal kurumların müşterilerin hesap hareketleri gibi konularda fintek firmalarına uygulama programlama arayüzlerini açmaları, müşterilerin harcamaları ve nasıl yatırım yapmaları gerektiği konusunda çok daha fazla bilgi sahibi olmalarını sağlamış ve müşteri yatırımlarını artırmak konusunda başarılı olmuştur.

Biyometrik Doğrulama

Biyometrik doğrulama teknolojisini projesine entegre eden firmalardan biri, dağıtık kayıt platformunda müşterilerin kimlik doğrulama ve ödeme gibi işlemlerini biyometrik doğrulama teknolojileri ile gerçekleştirmesini sağlamıştır.

Kum havuzundaki firmalar genelde biyometrik doğrulama teknolojilerini diğer teknolojilere entegre şekilde kullanılmıştır.

Yapay Zekâ

Yapay zekâ teknolojisinin kullanıldığı otomatik danışmanlık modelleri, kum havuzuna giren şirketlerin popüler deneme alanlarından biri olmuştur.

Otomatik danışmanlık modelinin denendiği bir testte, otomatik olarak yaratılan tavsiye müşteriye ulaşmadan önce deneyimli bir finansal danışman kontrolünden geçmiş; tavsiyenin müşteriye uygunluğu ve tavsiyenin nasıl geliştirilmesi gerektiği gibi konularda çalışılmıştır.

Yine aynı amaçla yürütülen başka bir testte, müşteriye önce otomatik danışmanlık tavsiyesi ulaştırılmıştır. Fakat müşteriye onay iletisini almadan tavsiyeyi uygulamaması söylenmiştir. Şirketteki finansal danışmanlar algoritmaların önerdiği tavsiyeleri kontrolden geçirmiş ve müşteriye tavsiyelerin uygunluğuna ilişkin değerlendirmelerini iletmiştir.

Otomatik danışmanlık testlerinin her birinde, uzmanlar tasarlanan algoritmaların bireylere önerdiği sonuçları gözlemlemiştir. Uzmanların geri bildirimleri doğrultusunda, otomatik sonuçlar geliştirilmiştir. Bu süreçte, otomatik sonuçların etkinliği ve eksikleri daha kapsamlı anlaşılmıştır. FCA bu testler sonunda, otomatik danışmanlık denemelerinin başarılı gerçekleştiğini ve kum havuzunda yer alan otomatik danışmanlık çalışmalarının geleneksel danışmanlıktan çok daha hızlı ve etkin çözüm üretebildiğini açıklamıştır.

Diğer Alanlar

Birçok yenilikçi iş modelinin test edilmesine olanak sağlayan kum

havuzunda, şirketlerin odak noktasında müşteri deneyimini kolaylaştırmak yer almıştır. Müşterilere kredi bulma, borç yönetme, tasarruf yapma alanlarında yardımcı olan birçok farklı uygulama geliştirilmiştir.

Örneğin, bütçelendirme üzerine yoğunlaşan bir firma müşterilere basit kurallara göre haftalık olarak küçük ölçekli tasarruflar yaptırmakta ve daha sonra bu yatırımları büyüdüklerinde farklı alanlarda (tasarruf hesabından borç ödemeye veya fon almaya kadar) yönetme fırsatı sunmaktadır. Şirket, gerek tasarruf gerek yatırım olarak birçok pazar alanını bir araya getiren ilk uygulamayı kurmuştur. Örneğin Facebook platformu ile yapılan işbirliği kapsamında, kullanıcılar yeni bir ileti girdiklerinde otomatik olarak tasarruf gerçekleştirmektedirler. Sistem biriken tasarruflarla müşterinin kredi ödemelerini yapmakta, ayrıca müşterilere ilettiği yatırım önerilerini müşterilerin risk profili ve tercihlerine göre şekillendirmektedir.

Sigortacılık alanında, bir firma taşınmak isteyen ev sahiplerinin evlerinin 90 gün içinde satılmasını öngören bir sigorta sunmuş, 90 gün içinde ev satılmazsa müşterilerine evin değerinin %95'i kadarlık faizsiz kredi vermiştir. Bu firma

test ortamında ürüne olan talebi ve müşteri memnuniyetini ölçerken, bir yandan da 90 gün içinde söz konusu evleri satmanın uygulanabilirliğini ölçmüştür. Testler sonucunda, firma müşterilerin ürüne olan talebinin öngördüklerinden çok daha fazla olduğunu ve sattıkları ürünün sektörde büyük bir ihtiyaca hizmet ettiğini fark etmiştir. Yapılan test sonuçlarına göre fiyatlandırma politikelerini de değiştirmişlerdir.

Başka bir sigorta şirketi, yolcuların ertelenen uçuşlarını sigortalamaktadır. Bu sigorta ürünü tamamen akıllı sözleşme ile yapılmıştır. Ayrıca, müşterilerin uçak iptali söz konusu olduğunda talep formu doldurmalarına olan gereklilik, dağıtık bir sistemin kurulması ile ortadan kalkmıştır. Öyle ki, uçak iptalleri sisteme haber vermekte, sistem otomatik olarak iptal edilen uçaklardaki müşterilerine tazminat ödemesi yapmaktadır. Test sayesinde, bu teknolojilerin sigorta sektörüne sağlayabileceği katkılar denenmiştir.

Kum havuzunda denenilen bu tarz ürünler, bir yandan şirketlerin müşteri iştahını ölçmesine ve daha doğru fiyatlandırma stratejisi geliştirmesine, bir yandan da sektörde ihtiyaç duyulan ürünlerin daha kolay açığa çıkmasına fırsat vermiştir.

KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER

Kum havuzu uygulamasının devreye alındığı ilk yıl, her iki uygulama grubu başarıyla sonlanmış ve uygulamanın sürekliliğine karar verilmiştir. Çoğu firma test ortamından çıktığında ürününü başarılı bir şekilde piyasaya sürebilmiş olsa da, test ortamının karşılayamadığı belli gereksinimler olmuştur.

Öncelikle, küçük girişimler için müşterilere ulaşmak genelde sorun olmuştur. Büyük firmalarla ortaklık kurup test ortamına

giren firmalarsa, geniş bir müşteri havuzundan yararlanma fırsatı bulmuştur. Testler sonucunda büyük firmalarla ortaklaşmanın, onların kaynak ve deneyimlerinden yararlanan girişimlere çok daha hızlı ürünlerini geliştirme fırsatı sunduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Ayrıca, müşterilerin işlem hareketlerine ulaşmak ve bunları analiz edebilmek ödeme sistemlerinde birçok yeniliğe kapı açacak olmasına rağmen, fintek

şirketlerinin finansal kurumların işbirliğine isteksizliği dolayısıyla bu bilgileri alması mümkün olmamıştır. Benzer şekilde, test süreleri boyunca, yeni teknolojilerle yoğun olarak uğraşan firmalar arasında bile API paylaşma işlemleri beklenenden uzun sürmüştür. Örneğin, raporumuzun önceki bölümünde örneklenen ve müşterilerin tüm hesaplarına aynı anda erişimini sağlamak üzere çalışan firma böyle bir deneyim ile karşılaşan şirketlerdendir.

Avrupa Birliği'nin PSD II adıyla bilinen ve 2018 yılında yürürlüğe giren Ödeme Sistemleri Direktifinin benzer sorunların önüne geçmesi beklenmektedir. Bu direktif kapsamında, finansal hizmet kuruluşları müşteri hesap hareketlerini üçüncü taraflara (fiyat karşılaştırma siteleri, kredilendirme kuruluşları vb.) açmaktadır. Böylece müşteri bilgilerinin, müşteri hizmet kalitesini artırmak amaçlı

kullanılması amaçlanmaktadır. İngiltere'nin Brexit sonrası da bu konudaki (açık bankacılık) çalışmalarını sürdüreceği düşünülmektedir.

Kum havuzu uygulaması, anlatılan güçlüklerle rağmen amaçlarına büyük ölçüde ulaşmıştır. İlk iki grupta test ortamına giren şirketlerin %90'a yakını test ortamından çıktıktan sonra ürünlerini piyasaya sürmüştür. Daha önce belirtildiği üzere, test ortamı dışında firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ilgili alana ilişkin tüm yasal süreçleri tam olarak tamamlaması gereklidir. Test ortamında sınırlı yetkilendirilen firmaların çoğu, test ortamından çıktıktan sonra düzenleyiciden gerekli yetkilendirmeleri almıştır. Ayrıca, ilk grupta yer alan firmaların %40'ından fazlası test sırasında veya test ortamı sonrası finansman elde etmiştir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Global finansal kriz sonrasında düzenleyici çerçevenin sıkılaştığı günümüzde bir yandan da yeni teknolojiler hızla yeşermektedir. Yenilikçi şirketler sundukları çözümler ile bir yandan faaliyet gösterdikleri sektörde rekabet ve verimliliğin arttırırken, bir yandan sektörün ve tüketicilerin ihtiyaçlarını karşılamaktadır.

Bu ortamda, yenilikçi şirketlerin düzenleme engeline takılmadan tüketicilere ve ekonomiye fayda sağlamasını temin edecek bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmuş, kum havuzu uygulaması bu ihtiyaç sonucu ortaya çıkmıştır.

İlk kez İngiltere'de 2016'da başlayan bu uygulama, belli bir süre zarfı boyunca uygulamaya dâhil olan şirketlere bazı

kısıtlar altında çeşitli esneklikler getirerek yeni ürün ve hizmetlerin gözetim altında test edilmesini sağlamaktadır. Bu raporumuzda, İngiltere'nin kum havuzu uygulaması incelenmiştir.

İngiltere kum havuzu uygulaması, 6'şar aylık gruplar şeklinde gerçekleşmektedir. İlk 3 grubun süreci tamamlanmış, Temmuz 2018 itibarıyla 4. gruba girmeye hak kazanan işletmeler açıklanmıştır.

Uygulama, şirketlere test ortamında bulundukları süre boyunca belirli ayrıcalıklar sunmaktadır. Öncelikle, şirketlere sahip olmaları gereken lisans ve yetkiler konusunda esneklik tanınmakta ve böylece küçük girişimlerin yenilikçi fikirlerini geliştirmelerine olanak tanınmaktadır. Yanı sıra, şirketlere belli bazı düzenlemelerde esneklik

tanınmaktadır. Tüm süreç boyunca FCA yetkililerinden rehberlik hizmeti alınmakta, yetkililer şirketleri faaliyetlerini ilgilendiren düzenleme ve denetleme mekanizmaları konusunda bilgilendirmektedir. Son olarak şirketlere denetim konusunda da esneklik sağlanmaktadır.

Uygulama bir yandan, test ortamındaki şirketlere esneklik sağlarken, test ortamının şeffaf, etkin ve müşteriye korur nitelikte olmasını temin etmek üzere çeşitli kısıtlamalar getirmekte. Müşteri sayısı ve profili kısıtları ve ek bildirim yükümlülükleri şirketin yapısına ve faaliyetine göre değişmektedir. Özel yetkililer bir yandan şirketleri yakın takipte tutmakta ve denetlemektedir.

Gruplarda test edilen popüler konular arasında dağıtık kayıt teknolojisi, kitlesel fonlama, otomatik danışmanlık, biyometrik doğrulama ve sigortacılık yer almıştır.

Testler genelde başarı ile sonuçlanmış, ilk iki grup katılımcılarının %90'a yakını uygulama sonrası daha büyük bir pazarda ürünlerini denemeye devam etmiştir. Sınırlı yetki alarak test ortamına giren

birçok firma ise, test ortamından çıktıktan sonra düzenleyici kurumlardan gerekli tam yasal yetkileri almıştır.

İngiltere, fintek merkezi olma hedefi doğrultusunda, kum havuzu uygulaması gibi düzenlemeler ile sektörün gelişmesini olanak sağlayacak bir yapı yaratmıştır. Bununla beraber FCA, kendi düzenleme mekanizması içinde de makine öğrenimi ve yapay zekâ gibi teknolojilerden yararlanmaktadır.

Hâlihazırda FCA gerçek müşteriler olmadan sanal bir ortamda, FCA yetkilileri gözetiminde ve yine şirketlere esneklik ve kısıtlamalarda bulunan bir "sanal kum havuzu" uygulaması için çalışmalar yürütmektedir.

İngiltere'de sürekliliği sağlanan kum havuzu uygulaması, başka ülkelere de ilham kaynağı olmuştur. Günümüzde kum havuzu uygulamasını hayata geçiren Hong Kong, Singapur, Malezya, Tayland gibi ülkelerin yanı sıra, Rusya, Japonya, ABD ve Tayvan gibi birçok ülke de kum havuzu uygulamasını kurma aşamasındadır.

KAYNAKÇA

<https://www.fca.org.uk>

<https://assets.publishing.service.gov.uk>

<https://www.bankofengland.co.uk>

https://www.debevoise.com/~media/files/insights/publications/2018/03/20180306_thinking_inside_the_box_client_update.pdf

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac/\\$FILE/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac/$FILE/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac.pdf)

TSPB YATIRIMLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

II. YATIRIM DÖNEMİ

Onur Salttürk

2015 Haziranında TSPB Yönetim Kurulu, Birlik çalışanlarının kıdem ve ihbar tazminat karşılıklarının TEFAS'ta işlem gören yatırım fonlarında değerlendirilmesine karar vermiştir. İş Kanunu'nda belirtildiği miktarda ayrılan kıdem ve ihbar tazminat karşılıkları (aşağıda Birlik Yatırımı olarak anılacaktır) TSPB Yatırım Değerlendirme Projesi'nin başladığı 2016 yılına dek vadeli mevduatta değerlendirilmiş ancak bu dönemden itibaren menkul kıymet yatırım fonlarına yönlendirilmiştir.

TSPB'nin ilk yatırım döneminin tartışıldığı makalemiz Birliğimizin üç aylık yayını Gösterge'nin 13. Sayısında *Yatırım Sürecinde TEFAS: TSPB Yatırımlarının Performans Değerlendirmesi* başlığıyla yayımlanmıştır. Bu çalışmamızda TSPB Yatırım Değerlendirme projesinin II. döneminin hazırlık süreci ile performansı değerlendirilmektedir.

TSPB Yatırım Değerlendirme Projesi olarak adlandırılan çalışmamızın amacı personel için ayrılmış kıdem ve ihbar tazminatlarının yıllık ortalama artış hızını aşkın bir getiriye elde etmek yanında temkinli yatırımcı profili için uygun servet yönetimi pratiklerini gerçek bir örnek üzerinden incelemek ve tartışmaktır. Bir önceki yatırım döneminde kurum gereksinim ve kısıtlamaları gözetilerek hazırlanan yatırım portföyü ile sıklıkla değişen piyasa koşullarına tepki göstermeden sınırlı bilgi ve alaka ile yatırımlardan

uygun getiri elde etmenin mümkün olduğu gösterilmiştir.

Çalışmamızda her yatırımcının erişimine açık menkul kıymet yatırım fonlarının kullanılması gayesiyle Ocak 2015'te Takasbank bünyesinde faaliyete başlayan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda (TEFAS) bulunan yatırım fonları tercih edilmiştir. Tek bir yatırım hesabı vasıtasıyla yatırım fonlarının önemli çoğunluğuna erişim imkanı tanıyan TEFAS'ın uygun yatırım için gerekli ve yeterli olduğunun belirlenmesi açısından da çalışmamız önemli bir tespiti ortaya koymaktadır. TEFAS'tan önce tek bir yatırım hesabından ancak hayli sınırlı bir yatırım evrenine ulaşılabilmesi, uygun araçların seçimini baltalarken yatırımcı için ideal yatırım portföyünün oluşturulmasını engellemiştir. TEFAS'ın hayata geçirilmesinden önce fiilen uygun sayı ve çeşitte yatırım aracına erişimin sınırlı olması yatırım olanaklarını daraltarak ideal servet yönetiminin yapılması önünde ciddi engel teşkil etmiştir.

TEFAS ile yatırım evreni genişlediğinden oluşturulan yatırım portföyü ile yapılan varlık dağılımı neticesinde toplam risk azaltılırken getirinin ençoklanması mümkün olmaktadır. Pek çok farklı kurumda yatırım hesabı açma ve yatırımları takip etme külfeti hafifletildiğinden TEFAS'la yatırım yapmak temkinli yatırımcının fırsat maliyetini hayli azaltmaktadır.

HEDEF VE SINIRLAMALAR

Yönetim Kurulu, TSPB Yatırım Değerlendirme Projesi kapsamında aşağıdaki hususlar hakkında tercih ve sınırlamalarını belirlemiş ve portföyün bu başlıklara göre oluşturulmasını istemiştir:

- Yatırım tutarı
- Getiri beklentisi
- Risk yüklenimi
- Yatırım vadesi
- Nakit İhtiyacı
- Vergiler

1. Yatırım Tutarı

İşverenler, İş Kanunu uyarınca, istifalar ve haklı nedenler dışındaki işten çıkarmalar ile emeklilik hallerinde personele kıdem tazminatı ödemekle yükümlüdür. Ayrıca, iş sözleşmesinin işveren tarafından İş Kanunu'nda belirlenen bildirim süresine uymaksızın sona erdirilmesi halinde personele ihbar tazminatı ödenmesi gerekmektedir.

Birlik, Kanun'da belirlenen kıdem ve ihbar tazminat yükümlülüklerine karşılık olarak tüm personel için kıdem ve ihbar tazminat karşılığı ayırmaktadır.

TSPB Yatırım Değerlendirme Projesinin çalışmaya başlandığı 2014 yılı mali tablolarında, Birlik personeli için toplam 623.955 TL tutarında kıdem tazminatı karşılığı ve 482.991 TL tutarında ihbar tazminatı karşılığı ayrılmıştır.

TSPB hesaplarında bulunan toplam 1.106.946 TL'lik büyüklük TEFAS'ta işlem gören fonlarda değerlendirilmeye başlanmıştır. (Fon alışı sırasında yuvarlama nedeniyle nihai rakam 1.107.214 TL olarak gerçekleşmiştir)

I. Yatırım Dönemi sonunda toplam portföy değeri %27'lik artışla 1,405,169 TL'ye ulaşmış, II. Yatırım Dönemi de bu rakamla başlamıştır. (Fon alışı sırasında yuvarla-

ma nedeniyle nihai rakam 1.405.169 TL olarak gerçekleşmiştir)

2. Getiri Beklentisi

İş Kanunu'nda herhangi bir iş sözleşmesinin kıdem tazminatını gerektiren bir sebeple fesih edilmesi halinde çalışana, çalışılan her tam yıl için 30 günlük brüt ücret tutarında kıdem tazminatı ödeneceği, ancak bu tutarın her yıl için geçerli bulunan kıdem tazminatı tavanını geçemeyeceği düzenlenmiştir.

Kıdem tazminatları artış oranları 6 aylık dönemler halinde TÜİK tarafından hazırlanan tüketici fiyat endeksi kapsamında değerlendirilerek kamu ile paylaşılmaktadır. 2005-2015 arasına ait kıdem tazminatı tavanı artış oranlarının geometrik ortalamasının %8.1 olduğu hesaplanmıştır.

İhbar tazminatı ise işçi veya işverenin İş Kanunu'nda belirtilen ihbar sürelerine uyulmadan iş akdinin feshedilecek olması durumunda karşı tarafa ödenmesi gereken tutarı ifade etmektedir. İş akdinin ihbar tazminatı gerektiren şekilde feshedilmesi halinde çalışanın brüt maaşı üzerinden hesaplanan bir tutar akdi usulüne uygun olmadan fesheden tarafından karşı tarafa ödenmelidir. Bu nedenle, ihbar tazminatının artış oranı Birlik personel maaşlarındaki artış ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Bu ortalamanın ise Birlik personeli için %10.3 olduğu anlaşılmaktadır.

Kıdem ve ihbar tazminat yükümlülüklerinin noksansız yerine getirilebilmesi için Birlik Yatırımından elde edilen getirinin %9-10 seviyelerinin üzerinde gerçekleşmesi gerektiği anlaşılmaktadır.

3. Risk Yüklenimi

Birlik Yatırımı için risk yüklenimi belirlenirken, geçmiş yatırım tecrübeleri, getiri beklentisi ile mevcut yatırım araçları arasında-

ki ilişki, yatırımlarda yaşanacak olası kayıp halinde Birlik bütçesinin bahsedilen kayıpları karşılayabilme gücü/isteği, Birlik finansal görünümü ile kısa vadeli nakit ihtiyaçları değerlendirilmiştir.

i) Risk İstekliliği

Birlik Yatırımı 2016 yılına denk Yönetim Kurulu değerlendirmeleri doğrultusunda aylık nakit ihtiyacı göz önünde bulundurularak vadeli mevduatta değerlendirilmiştir. Yönetim Kurulu'nun Birlik Yatırımını sermaye piyasası araçlarında değerlendirme kararı ile daha yüksek risk edinme istekliliği ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, yatırım araçları değerlendirilirken yüksek riskli yatırım araçları da değerlendirmeye alınabilmektedir.

Bununla beraber, Yönetim Kurulu aşağıdaki sınırlamalarını belirlemiştir.

- Yalnız tek bir fona yatırım yapılmayacaktır.
- Birlik Yatırımı, pay senedi fonlarına %40, borçlanma aracı fonlarına %40 ve değişken/karma fonlara %20 oranında üleştirilecektir.
- Toplam portföy riski (standart sapma) %15'i aşmayacaktır.

ii) Risk Yüklenim Kapasitesi

TSPB'nin finansal kaynaklarının yeterliliği nedeniyle Birlik Yatırımına kısa vadeli olarak gerek duyulmayacaktır. Bu nedenle kısa vadeli nakit akışının gerekli olmadığı görülerek risk yüklenim kapasitesinin yüksek olduğu anlaşılmaktadır.

Sonuçta, *yüksek* risk istekliliği ile *yüksek* risk yüklenim kapasitesi neticesinde Birliğin risk yükleniminin "*yüksek*" olduğu anlaşılmaktadır.

4. Yatırım Vadesi

Birlik faaliyetlerinin kesintisiz sürmesi, personel istihdamının sürekli olması ve ilerle-

yen dönemde toplu işten çıkarmaların beklenmemesi hususları göz önüne alındığında yatırım vadesinin uzun olacağı düşünülmektedir.

5. Nakit İhtiyacı

Birlik kaynaklarının kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını giderebilecek durumda olması ve kıdem ve ihbar tazminatı yükümlülüklerinin halihazırda yeterli olması nedeniyle Birlik Yatırımından herhangi bir nakit çıkışının olacağı düşünülmemektedir.

6. Vergiler

Sürekli olarak portföylerinin en az %51'i Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören pay senetlerinden oluşan yatırım fonları, bir yıllık süreden fazla elde tutuldukları sürece stopaja tabi olmaz. Aylık ağırlıklı ortalama bazda portföylerinin en az %75'i BİST'te işlem gören pay senetlerinden (menkul kıymet yatırım ortaklıkları hisse senetleri hariç) oluşan pay senedi yoğun fonların katılma belgelerinden elde edilen gelirler de %0 stopaja tabidir.

Yukarıda belirtilen fonlar dışındaki yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilen gelirler ise %10 stopaja tabi olacaktır.

Vergi kesintilerinin portföy değeri üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle vergilerin olabildiğince azaltılabilmesi için kıymet seçimi yapılırken vergilerin etkisine azami dikkat gösterilmiş vergilerin olumsuz etkisini azaltmak amacıyla portföyün yenilenmesi Yatırım Döneminin sonunda sadece bir kez yapılmıştır.

Varlık Dağılımı

Yatırım başarısının en önemli belirleyicisi olan varlık dağılımının Birlik gereksinim ve kısıtlamalarına uygun şekilde yapılmasına azami titizlik gösterilmiştir.

Yönetim Kurulu kararı uyarınca Birlik Yatırımının aşağıdaki gibi üleştirilmesi sağlanmıştır:

- %40 oranında pay senedi fonları

II. YATIRIM DÖNEMİ FON SEÇİMİ

Belirtilen varlık sınıfları için Birlik kıstaslarına uygun fonların tespit edilmesi amacıyla TEFAS'ta 2 Mart 2017 itibarıyla işlem gören pay, borçlanma aracı, değişken ve karma fonların verilerine ulaşılmıştır.

- %40 oranında borçlanma aracı fonları
- %20 oranında ise değişken/karma fonları

Bu sayede varlık sınıfları arasında azami çeşitlendirme sağlanması amaçlanmıştır.

Fon seçiminde kullanılan finansal bilgilerin tümü TEFAS'tan sağlanmış, sınırlı durumlarda KAP'tan da veri alınmıştır.

Satır Etiketleri	Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu	Değişken Şemsiye Fonu	Fon Sepeti Şemsiye Fonu	Hisse Senedi Şemsiye Fonu	Karma Şemsiye Fonu	Katılım Şemsiye Fonu	Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu	Genel Toplam
Altın						2	12	14
Emtia			3					3
Harman		58	6		6			70
Yurtdışı Borçlanma Araçları	14		1			4		19
Yurtdışı Pay Senedi			4	8				12
Yurtiçi Borçlanma Araçları	78					17		95
Yurtiçi Pay Senedi				63				63
Genel Toplam	92	58	14	71	6	23	12	276

Kaynak: TEFAS

TEFAS platformunda işlem gören toplam 276 pay senedi, borçlanma aracı, değişken ve karma fon, 11.03.2014 - 06.03.2017 tarih aralığı belirlenerek (752 işlem günü) değerlendirmeye alınmıştır.

Yatırım Fonları tebliğine göre TEFAS platformunda borçlanma aracı şemsiye fonu, değişken şemsiye fonu, hisse senedi şemsiye fonu ve karma şemsiye fonu olarak sınıflanan yatırım fonlarının tekabül ettiği Birlik portföyü için belirlenmiş varlık sınıfları Tablo 1'de verilmiştir. Bu sınıflama sayesinde her varlık sınıfı için kullanılabilecek fon sayısı belirlenmektedir. Örneğin, tebliğe göre fon sepeti şemsiye fon grubu içinde sınıflanan bir adet fonun analizimizde yurtdışı borçlanma aracı grubuna karşılık geldiği anlaşılmıştır.

Fonların seçiminde değerlendirilen tüm fonların en az 3 yıllık geçmiş performansına sahip olması özellikle gözetilmiştir. (bu kuralın amacı fonun performansının rastsal olmadığını, istikrarlı şekilde performansını devam ettirdiğini belirlemektir)

Ardından, azami çeşitlendirme sağlama amacıyla öncelikle 5 yıllık getiriler göz önünde bulundurularak, yurtiçi/yurtdışı, risk, vade, sektör ve coğrafi değişkenlerinin tümü değerlendirilerek fon seçimleri gerçekleştirilmiştir.

Her varlık sınıfı için yapılan değerlendirmeler aşağıda paylaşılmaktadır.

BİRİNCİL ELEME

1. Pay Senedi Fonları

(i) TEFAS'ta bulunan 71 adet hisse senedi fonunun verisi değerlendirmeye alındı. Bu fonların 63 adedinin yurtiçi pay senetlerine 8'inin ise yurtdışı pay senetlerine yatırım yaptığı gözlemlendi. Ayrıca pay senedi fonları arasında olmamakla birlikte toplam 14 adet fon sepeti fonunun da 4 tanesinin ağırlıklı olarak yurtdışı pay senetlerine yatırım yaptığı gözlemlendiğinden yurtdışı pay senedi fonları ile beraber incelemeye dahil edildi.

(ii) Yurtiçi Pay Senedi Fonları: 3 seneden az geçmiş veriye sahip 10 adet fon elendi (53 adet fon kaldı). Değerlendirilen 53 adet fonun 3 yıllık ortalama getirisinin %53.73 olduğu görüldü. 3 yıllık ortalama getirisi %53.73'den fazla olan 18 adet fon ile beraber

- 3 yıllık fon geçmişi olmaması rağmen fon evrenini mümkün olduğunca geniş tutmak gayesiyle 1 yıllık fon performansı elenmiş olan diğer fonların 1 yıllık getiri bakımından hayli önünde olan TLH ve ICF yüksek performansları sebebiyle [%25.40 ve %22.23]

detaylı analiz için inceleme evrenine dahil edildi. Elemanın ardından daha ayrıntılı analiz için 20 adet yurtiçi pay senedi fonu seçilmiş oldu.

(iii) Yurtdışı Pay Senedi Fonları: Yurtdışı pay senetlerine yatırım yapan sadece 12 fon olmasından ötürü [TFF ve GUH fonlarının geçmiş verisi 3 yıldan azdır] fonların tümü detaylı analiz için seçildi. 3 yıldan uzun verisi olan 10 adet fonun 3 yıllık ortalama getirisinin %62.61 olduğu görüldü. Yurtdışı kıymetlere yatırım yapan toplam 8 pay senedi fonu ve 4 fon sepeti fonu incelemeye alındı.

(iv) Seçilen fonlar farklı tabiiyet, sektör, coğrafi konum gibi özellikler içerdiğinden azami çeşitlendirme sağlandı.

(v) Elemanın ardından daha ayrıntılı analiz için toplam 32 adet pay senedi fonu belirlendi.

(vi) Ek-1'de seçilen fonlar yer almaktadır

2. Borçlanma Aracı Fonları

(i) TEFAS'ta bulunan 92 adet borçlanma aracı fonunun verisi değerlendirmeye alındı. Bu fonların 78 adedinin yurtiçi borçlanma aracı senetlerine 14'ünün ise yurtdışı borçlanma aracı senetlerine yatırım yaptığı gözlemlendi. 1 adet fon sepeti fonunun da yurtdışı borçlanma araçlarına yatırım yaptığı görüldü. Ayrıca toplam 23 adet olan katılım fonlarının da 17 tanesinin ağırlıklı olarak yurtiçi kıymetlerine ve 4 tanesinin de yurtdışı kıymetlerine [kalan 2 tanesi altın fonudur] yatırım yaptığı gözlemlendiğinden borçlanma araçları fonları ile beraber incelemeye dahil edildi.

(ii) Yurtiçi Borçlanma Aracı Fonları: 95 adet borçlanma aracı fonu arasından 3 seneden az geçmiş veriye sahip 19 fon elendi (76 fon kaldı). Değerlendirilen 76 adet fonun 3 yıllık ortalama getirisinin %27.58 olduğu görüldü [TEFAS'tan temin edilen üç yıllık getirisi -98.71% olarak görülen AK2 fonu uçdeğer olması nedeniyle inceleme evreni dışında tutuldu]. 3 yıllık ortalama getirisi %27.58'den fazla olan 34 adet fon detaylı analiz için seçildi. Bu fonların 32 tanesinin borçlanma aracı, 2 tanesinin ise faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan katılım fon olduğu görüldü.

(iii) Yurtdışı Borçlanma Aracı Fonları: Yurtdışı borçlanma araçlarına yatırım yapan sadece 19 fon olmasından ötürü [10 fonun geçmiş verisi 3 yıldan azdır] fonların tümü detaylı analiz için seçildi. 3 yıldan uzun verisi olan 8 adet fonun 3 yıllık ortalama getirisinin %66.04 olduğu görüldü. Bu fonların 14 tanesinin borçlanma aracı, 4 tanesinin faize dayalı olmayan ürünlere yatırım

yapan katılım fonu, 1 tanesinin ise borçlanma aracı ağırlıklı fon sepeti fonu olduğu görüldü.

(iv) Seçilen fonlar farklı tabiiyet, sektör, coğrafi konum gibi özellikler içerdiğinden azami çeşitlendirme sağlandı.

(v) Elemanın ardından daha ayrıntılı analiz için toplam 53 adet borçlanma aracı ve katılım fonu seçilmiş oldu.

(vi) Ek-2’de seçilen fonlar yer almaktadır.

3. Değişken ve Karma Fonlar

(i) TEFAS’ta bulunan 58 adet değişken ve 6 adet karma fonun verisi değerlendirmeye alındı. 3 seneden az geçmiş veriye sahip 13 fon elendi (51 adet fon kaldı). Verisi incelenen 51 adet fonun 3 yıllık ortalama getirisinin %31.88 olduğu görüldü. Ortalama getirinin altında kalan 28 fon inceleme dışında bırakıldı.

(ii) Elemanın ardından daha ayrıntılı analiz için toplam 19 adet değişken ve 4 adet karma fon seçilmiş oldu.

(iii) Ek-3’de seçilen fonlar yer almaktadır.

4. Diğer Fonlar

(i) TEFAS’ta bulunup yukarıda incelenen fonlar arasında yer almayan 9 fon sepeti, 2 katılım ve 12 kıymetli maden fonu değerlendirmeye alındı. Bu fonların 3’ünün emtia, 6’sının harman, 14’ünün ise altın fonu olduğu görüldü. 3 seneden az geçmiş veriye sahip 7 fon elendi (16 adet fon kaldı). Uçdeğer olması sebebiyle emtia fonları hariç tutularak incelenen 13 adet fonun 3 yıllık ortalama getirisinin %43.03 olduğu görüldü. Getirisi ortalamanın üzerinde bulunan toplam 8 fon ile çeşitlendirme sağlama amacıyla 3 adet emtia fonu daha ayrıntılı analiz için seçildi. Toplamda 6 kıymetli maden, 2 katılım ve 3 fon sepeti fonu incelemeye dahil edilmiş oldu.

(ii) Ek-4’de seçilen fonlar yer almaktadır.

İKİNCİL ELEME

İlk elemelerde daha çok tarihsel getiri üzerinden yapılan değerlendirmelerin ardından ikincil elemelerde risk faktörü de göz önüne alınmıştır. Ardından fonların birbirleriyle olan korelasyonu da incelemeye dahil edilmiştir.

Tablo 2: Ön Eleme Sonrası Değerlendirmeye Alınan Fonların Dağılımı								
Satır Etiketleri	Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu	Değişken Şemsiye Fonu	Fon Sepeti Şemsiye Fonu	Hisse Senedi Şemsiye Fonu	Karma Şemsiye Fonu	Katılım Şemsiye Fonu	Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu	Genel Toplam
Altın						2	6	8
Emtia			3					3
Harman		19			4			23
Yurtdışı Borçlanma Araçları	14		1			4		19
Yurtdışı Pay Senedi			4	8				12
Yurtiçi Borçlanma Araçları	32					2		34
Yurtiçi Pay Senedi				20				20
Genel Toplam	46	19	8	28	4	8	6	119

Kaynak: TEFAS

Yukarıdaki değerlendirmelerin ardından toplam 119 fon ikincil değerlendirmeye tabi tutulmak üzere seçilmiştir. Bu aşamada her

fon için üç yıllık veriler kullanılarak aşağıdaki hesaplamalar yapılmıştır.

- yıllık ortalama getiri: Fonun son üç yıllık tarihsel verisine dayanarak hesaplanan beklenen yıllık ortalama getiriyi ifade eder.

- yıllık standart sapma: Fonun son üç yıllık tarihsel verisine dayanarak hesaplanan beklenen yıllık standart sapmayı ifade eder.

- Sharpe oranları: Sharpe oranı, fonun toplam getirisinden risksiz faiz oranının çıkarılmasıyla hesaplanan risk priminin fonun standart sapma ile hesaplanan toplam riskine bölünmesiyle bulunur. Böylece, alınan her bir birimlik risk başına düşen fazladan getiri (yani risksiz faiz oranının üzerindeki getiri) hesaplanmış olur. Bir birim fazladan risk almanın değerini ifade eder. Sharpe oranı sayesinde farklı yapı ve gayeleri bulunan yatırım fonlarını karşılaştırmak mümkündür. Bu oranın yüksek olması fon performansının risksiz menkullere göre iyi, düşük olması ise kötü olduğu anlamına gelir.

Hesaplamalarda 11.03.2014 - 06.03.2017 tarihleri arasındaki fon değerlerinden yararlanılmıştır. Risksiz faiz oranı %11,5 olarak alınmıştır. Buna göre elde edilen veriler Ek 5'te yer almaktadır.

Portföy için seçilecek fonların 3 yıllık ortalama getirileri, standart sapmaları ve Sharpe oranları ile beraber birbirleriyle olan korelasyonları da göz önünde bulundurulmuştur (Ek 6). Burada amaçlanan fonlar arasında korelasyonu olabildiğince azaltıp riski asgariye indirirken çeşitlendirmeyi artırarak getiriyi çoklamaktır. Aynı yönde yukarı veya aynı yönde aşağı hareket eden fonların korelasyonları yüksek olduğundan bu tip fonların eşzamanlı portföyde tutulmalarının portföyün riskini aşağıya çekilmesine katkısı sınırlı olmaktadır. Bu nedenle, portföy riskinin olabildiğince düşük gerçekleşmesi için aynı yönlü hareketi az olan, yani korelasyonu düşük olan fonların seçilmesi gerekmektedir. Fonlar

arasında yer alan korelasyon değerleri Ek-5'te yer almaktadır. Hesaplamalarda gene 11.03.2014 - 06.03.2017 tarihleri arasındaki fon değerlerinden yararlanılmıştır.

1. Pay Senedi Fonları

Portföyün hisse senedi fonu kısmını oluşturan %40'lık dağılımın çeşitlendirmeyi artırmak ve ülke riskini dağıtmak için %50'sinin yurtdışı, %50'sinin ise yurtiçi pay senedi yoğun fonlara üleştirilmesine karar verilmiştir.

Yurtiçi Pay Senedi Fonları (%20): Yurtiçi fonlar Sharpe rasyosuna göre sıralandığında, TTE, MAC, YAS ve ALC'nin ilk dört sırada yer aldığı, ancak ICF'nin tarihsel verisinin 3 yıldan az olması ve sıralamada 5. olan KYA'nın 5 yıllık getirisinin bu varlık grubu içerisinde 2. sırada bulunmasından ötürü KYA'nın tercih edilmesinin faydalı olduğu, seçilen 5 fon vasıtasıyla yurtiçi hisse senetlerinin geneline yüksek çeşitlendirme ile yatırım yapılabileceği, ilgili fonların birbirleriyle görece düşük korelasyona sahip olduğu göz önünde bulundurulurken TTE, MAC, YAS, ALC ve KYA fonları seçilerek azami çeşitlendirmeyi sağlamak amacıyla toplam miktarın 5 fon arasında eşit bölüştürülmesine karar verildi.

Yurtdışı Pay Senedi Fonları (%20): Döviz etkisiyle getirilerin incelenen dönemde hayli yüksek olduğu görüldü. Yurtiçi hisse fonları ile korelasyonun beklentilere denk olarak 0'yakın hatta negatif olduğu görüldü. 3 yıllık tarihsel verisi bulunan fonlar arasında en yüksek getirili ve Sharpe rasyolu YAY portföye %4'lük bir büyüklükle eklendi. Gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme potansiyelinden faydalanmak ve coğrafi çeşitlendirmeyi yüksek tutmak amacıyla birbirleriyle korelasyonu hayli düşük GBC, AFS, GBG ve GUH fonları portföye %4'lük bir ağırlıkla dahil edildi.

2. Borçlanma Aracı Fonları

Portföyün borçlanma aracı fonu kısmını oluşturan %40'lık bir dağılım yapılmasında çeşitlendirmeyi artırmak ve ülke riskini dağıtmak için dağılımın %50'sinin yurtdışı, %50'sinin yurtiçi borçlanma aracı yoğun fonlara üleştirilmesine karar verilmiştir.

Yurtiçi Borçlanma Aracı Fonları (%20): Yurtiçi fonlar Sharpe rasyosuna göre sıralandığında GTF'nin en üst sırada yer aldığı görüldü ve portföye %4 oranında eklendi. Ardından sırasıyla en yüksek 3 yıllık getiri sahibi AED, KRC, DBZ ve IST portföye %4'lük paylarla eklendi. Korelasyonların birbirleriyle de yurtiçi pay senedi piyasasıyla da düşük olduğu gözlemlendi.

Yurtdışı Borçlanma Aracı Fonları (%20): Döviz etkisiyle getirilerin incelenen dönemde hayli yüksek olduğu görüldü. Uluslararası borçlanma araçlarına yatırım yapan fonların yurtiçi pay piyasası ile negatif korelasyon gösterdiği görüldü. Korelasyonlar değerleri EK-6'te yer almaktadır. Öncelikle 3 yıllık veriler göz önünde bulundurularak hesaplanan Sharpe rasyoları incelenmiş, ardından hususiyetle yabancı ihraççıların kıymetlerinin bulunduğu fonlara ağırlık verilerek yüksek getirili TDG, TLE, KUB, HOY ve GLS %4'er payla portföye dahil edildi.

3. Değişken ve Karma Fonlar

Portföyün geri kalan %20'lik kısmına üleştirilecek dağılım çeşitli varlık sınıflarına göre serbest oranlarda yatırım yapan değişken ve karma fonlar başta olmak üzere kıymetli maden, katılım ve fon sepeti fonları değerlendirilmeye alınarak belirlendi. 3 yıllık verilere göre en yüksek Sharpe rasyolu fonlar arasında yer alan MAD, GMA, AN1 ve TCD fonlarına %4'er üleştirme yapıldı [IPB, SUB ve DBP fonları yurtiçi BA fonlarına olan benzerliklerinden ötürü elendi]. Sıralamada en sonda yer alsalar da sağladıkları çeşitlendirme ve gelişmekte olan

ülkelerdeki büyüme beklentilerine paralel olarak değerleri artacağı düşünülen emtia fonlarından fon toplam gider oranı en düşük olan AES fonu portföye %4 payla dahil edildi.

ETKİNLİK SINIRI

Seçilen fonlar ile azami getiri, asgari standart sapma ve azami Sharpe oranı sağlayan bir portföy oluşturma hedefi doğrultusunda fonların farklı ağırlıklar aldığı toplam 500 farklı senaryo denenmiştir. Seçilen fonların bu dağılımlarından elde edilen etkinlik sınırı (efficiency frontier) Grafik 1'de gösterilmektedir.

Etkinlik sınırı, farklı risk iştahları için teorik olarak en optimal fon dağılımını belirtse de etkinlik sınırının pratikte güvenilirlik ve kullanılabilirliğini sınırlayan etkenler mevcuttur. Matematiksel hesaplamalarla ulaşılan etkinlik sınırının tam üzerine düşen *optimal* dağılımlardan ziyade, ekonomik ve piyasaya yönelik beklentilere göre daha *gerçekçi* bir dağılım yapmak daha uygundur.

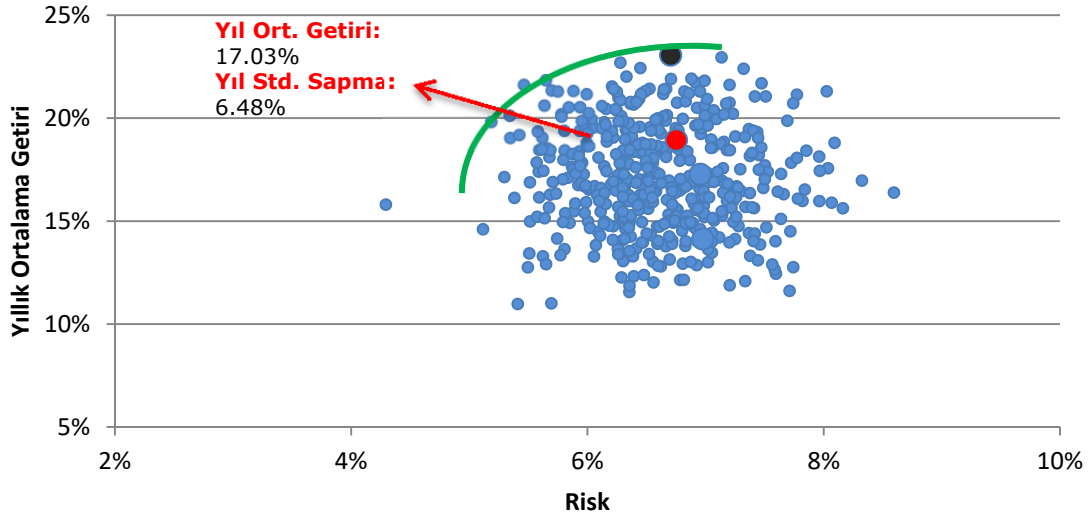
Örneğin, Grafik 1'de sunulduğu gibi etkinlik sınırının %7'den fazla riske tekabül eden dağılımların bulunduğu kısmında artan kur etkisiyle hızla değerlenmiş yurtdışı kıymetlere yatırım yapan fonların ağırlığının hayli yüksek olduğu ancak bu durumun geleceğe dönük şekilde tutarlı bir şekilde sürdürülemeyeceği endişesiyle daha temkinli bir dağılımın tercih edilmesi gerektiği anlaşılmaktadır.

Etkinlik sınırı üzerinde bulunan portföy dağılımlarında etkin çeşitlendirme bulunmadığı, son üç yılda yüksek performans göstermiş olan fonların ağırlıkta olduğu ve bu durumun uzun vadeli olarak sürdürülmesinin mümkün olmadığı anlaşılmaktadır. Bu nedenlerden ötürü etkinlik sınırının kesin bir dağılımı belirtmekten öte tavsiye niteliğinde genel bir yönlendirmeye işaret ettiği değerlendirilmelidir.

Grafik 1’de kırmızı ile işaretlenmiş Birlik portföy dağılımının etkinlik sınırı üzerinde bulunmamasından ötürü standart altı olduğu düşünülmemelidir. Birlik portföyü ile aynı riske sahip siyah ile işaretli portföy,

etkinlik sınırı üzerinde bulunmasına rağmen, birbirleriyle korelasyonu yüksek birkaç fon arasında üleştirme yaptığından ötürü tercih edilmemiştir.

Grafik 1: Etkinlik Sınırı



Seçilen fonların tarihi getirileri, riskleri ve korelasyonları göz önünde bulundurularak, belirtilen ağırlıklarda yapılan dağılımla elde edilen portföyün beklenen yıllık getiri ve riskleri şu şekildedir:

- **Yıllık Ortalama Getiri: 17.03%**
- **Yıllık Standart Sapma: 6.48%**
- **Sharpe Rasyosu: 0.93**

Analizler neticesinde Tablo 3’te sunulan dağılımda bir portföy oluşturulmuştur.

Tablo 3: Seçilen Fonların Dağılımı

Pay	Fon Kodu	Tür	Tutar:	Dağılım
			562,212 ₺	40%
İŞ PORTFÖY BİST TEKNOLOJİ AĞIRLIKLİ SINIRLAMALI ENDEKSİ HİSSE SENEDİ FONU	TTE	Yurtiçi Pay Senedi	56,221 ₺	4%
MARMARA CAPITAL PORTFÖY HİSSE SENEDİ FONU	MAC	Yurtiçi Pay Senedi	56,221 ₺	4%
YAPI KREDİ PORTFÖY KOÇ HOLDİNG İŞTİRAK VE HİSSE SENEDİ FONU	YAS	Yurtiçi Pay Senedi	56,221 ₺	4%
AK PORTFÖY BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ HİSSE SENEDİ FONU	ALC	Yurtiçi Pay Senedi	56,221 ₺	4%
KARE PORTFÖY HİSSE SENEDİ FONU	KYA	Yurtiçi Pay Senedi	56,221 ₺	4%
YAPI KREDİ PORTFÖY YABANCI TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ HİSSE SENEDİ FONU	YAY	Yurtdışı Pay Senedi	56,221 ₺	4%
AZİMUT PYŞ YABANCI BYF FON SEPETİ FONU	GBC	Yurtdışı Pay Senedi	56,221 ₺	4%
AK PORTFÖY ASYA YABANCI HİSSE SENEDİ FONU	AFS	Yurtdışı Pay Senedi	56,221 ₺	4%
GEDİK PORTFÖY G-20 ÜLKELERİ YABANCI HİSSE SENEDİ FONU	GBG	Yurtdışı Pay Senedi	56,221 ₺	4%
GARANTİ PORTFÖY YABANCI (GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER) HİSSE BYF	GUH	Yurtdışı Pay Senedi	56,221 ₺	4%
Borçlanma Araçları:			562,212 ₺	40%
AZİMUT PYŞ BİRİNCİ BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	GTF	Yurtiçi Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
ATA PORTFÖY ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	AED	Yurtiçi Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
KARE PORTFÖY BİRİNCİ BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	KRC	Yurtiçi Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
DENİZ PORTFÖY ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	DBZ	Yurtiçi Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
İSTANBUL PORTFÖY KISA VADELİ BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	IST	Yurtiçi Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
İŞ PORTFÖY YABANCI BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	TDG	Yurtdışı Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
TAALERİ PORTFÖY YABANCI BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	TLE	Yurtdışı Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
KAREPORTFÖY İKİNCİ BORÇLANMA ARAÇLARI (DÖVİZ) FONU	KUB	Yurtdışı Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
HSBC PORTFÖY YABANCI BYF FON SEPETİ	HOY	Yurtdışı Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
AZİMUT PYŞ KİRA SERTİFİKALARI (SUKUK) KATILIM FONU	GLS	Yurtdışı Borçlanma Araçları	56,221 ₺	4%
Değişken:			281,106 ₺	20%
MEKSA PORTFÖY BİRİNCİ DEĞİŞKEN FON	MAD	Harman	56,221 ₺	4%
AZİMUT PYŞ ÇOKLU VARLIK DEĞİŞKEN FON	GMA	Harman	56,221 ₺	4%
FOKUS PORTFÖY BİRİNCİ DEĞİŞKEN FON	AN1	Harman	56,221 ₺	4%
TACİRLER PORTFÖY DEĞİŞKEN FON	TCD	Harman	56,221 ₺	4%
AK PORTFÖY EMTİA YABANCI BYF FON SEPETİ FONU	AES	Emtia	56,221 ₺	4%
TOPLAM			1,405,531 ₺	100%

PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

Yukarıda belirtilen kriterlere göre oluşturulan portföyün Mayıs 2017'den Temmuz 2018'e kadar olan II. Yatırım Dönemi ile beraber I. Yatırım Dönemini de kapsayan genel performansı aşağıda değerlendirilecektir. Ek-7'de performans raporunun 26 Temmuz 2018 tarihli son hali paylaşılmaktadır.

Grafik 2'de sunulduğu üzere portföy, II. Yatırım Döneminde toplamda %23.1'lik bir getiri ve %6,3'lük bir standart sapmayla 325.082 TL'lik brüt kar yaratmıştır.

Bununla beraber, yatırıma başlanan Mart 2016'dan bu yana toplam %5,9'luk standart sapma ile %56,4'lük getiri elde edilerek toplamda 624,053 TL brüt kar sağlanmıştır.

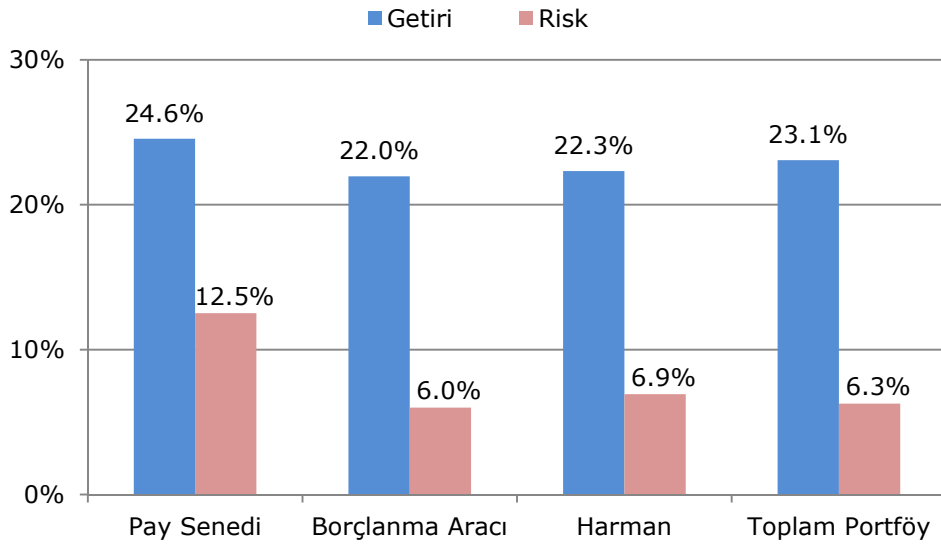
Karın Kaynağı

Birlik Yatırımının değerlendirildiği Mayıs 2017'den Temmuz 2017 sonuna kadar olan II. Yatırım Döneminde varlık sınıflarının sergilediği performans Grafik 2'de sunulmaktadır. Beklenildiği gibi pay senedi fonlarında getiri ile standart sapma ile ölçülen risk, borçlanma aracı ile değişken fon sınıflarının önündedir. Bu fark ilk yatırım

döneminde çok daha belirginken ikinci yatırım döneminde özellikle yurtiçi pay piyasasının sergilediği zayıf performans nedeniyle bu dönem hayli sınırlı kalmıştır.

Aynı dönemde borçlanma aracı fonları ile harman fonlar benzer nerdeyse benzer performans sergilerken harman fonlarının daha riskli olduğu anlaşılmaktadır.

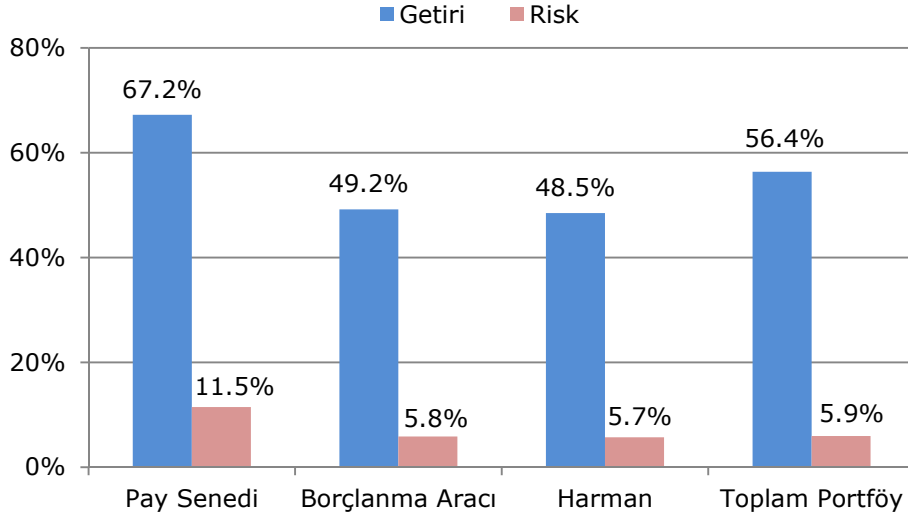
Grafik 2: Gerçekleşen Getiri ve Standart Sapma (II. Yatırım Dönemi)



Grafik 3'te gösterildiği gibi Birlik Yatırımının yatırıma başlanan Mart 2016'dan bu yana performansı değerlendirildiğinde toplam pay senedi fonlarının getirisinin %11,5'lik riskle %67,2 olarak gerçekleştiği

görülmektedir. Bununla beraber borçlanma aracı ile harman fonların benzer riskle aynı dönemde yaklaşık %49'luk getiri yarattığı görülmektedir.

Grafik 3: Gerçekleşen Getiri ve Standart Sapma (Toplam)



Grafik 4'te görüleceği üzere Birlik Yatırımının değerlendirildiği Yatırım Döneminde pay senedi fonlarının getirisi borçlanma aracı fonlarının hayli önünde gerçekleşmiştir. Yatırıma başlanan Mart 2016'dan bu yana pay senedi yatırım fonlarından 298.000 TL getiri elde edilirken borçlanma aracı fonlarından toplam 218.000 TL getiri elde edilmiştir.

Bu gelişmeler pay senedi yatırımlarının borçlanma araçlarına göre daha riskli ancak daha çok getiri sağlayan yatırım enstrümanları olduğu savını doğrular niteliktedir. Pay senedi yatırımlarının daha riskli olduğu grafikteki nispi oynaklıktan da anlaşılabilmektedir.

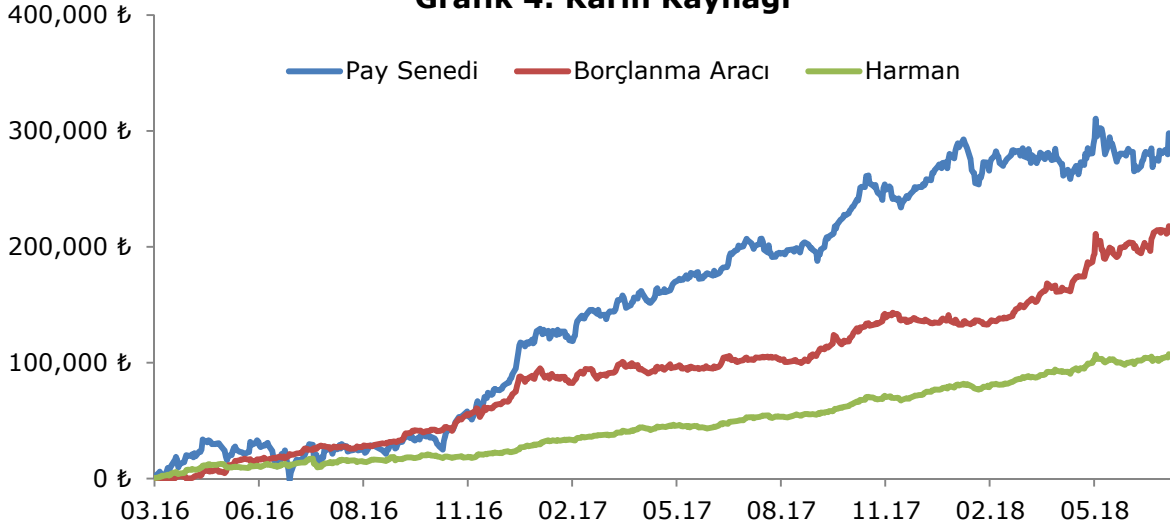
Bununla beraber pay senedi fonlarından elde edilen getirilerin 2. Yatırım Döneminin

sonuna doğru hız kesmesine rağmen borçlanma aracı fonlarının performansındaki artış portföy çeşitlendirmesinin getiri ve risk üzerindeki olumlu etkisini vurgulamaktadır.

İncelenen dönemlerde pay senedi ağırlığının %40'ın altına çekilmesinin toplam getiriyi önemli ölçüde baltalayacağı görüldüğünden her ne kadar riskli olursa olsun pay senedi yatırımlarının portföyün önemli bölümünü oluşturması gereksinimi görülmektedir.

Harman fonlardan yalnızca 107.000 TL'lik getiri elde edilse de bu kıymetlere yapılan toplam yatırım tutarının diğer varlık sınıflarının yarısına tekabül ettiği unutulmamalıdır.

Grafik 4: Karın Kaynağı



Grafik 5'te portföyde %20'şer ağırlıklarla temsil edilen beş farklı varlık sınıfının yatırıma başlanan dönemden itibaren performansı gösterilmektedir.

Birlik Yatırımlarının başladığı tarihten bu döneme kadar en çok getiri 234,500 ile yurtdışı pay senedi fonlarından elde edilmiştir. İlgili dönemde TL'ye göre ABD Dolarındaki artış, gelişmiş ülke piyasalarının boğa piyasasında olması ve gelişmekte olan ülkelerdeki olumlu performans portföy toplam getirisinin yaklaşık üçte birinin bu varlık sınıfından kaynaklanmasına neden olmuştur. Buna karşın Ağustos 2017'ye kadar benzer performansı sergileyen yurtiçi pay senedi fonları benzer risk profiline sahip olsa da bu dönemden sonra hayli zayıf performans sergileyerek portföy için ancak 64.500 TL'lik bir getiri yaratmıştır.

Toplam yatırım dönemi boyunca yurtiçi borçlanma aracı fonları en zayıf performansı sergilemiştir. Bu yatırım fonlarından elde edilen getiri ancak 59.000 TL olmuş, bir yatırım fonunda ağırlığı hayli yüksek olan iki şirketin kupon ödemelerini vakitlice gerçekleştirmemesi sonucu fonun değerindeki önemli düşüş de getirileri eritmede önemli rol oynamıştır. Yurtiçi borçlanma araçlarının sergilediği performansın mevduattan

çok farklı olmadığı, hatta yükselen enflasyon nedeniyle daha da zayıf olduğu görülmektedir.

Buna karşın, yurtdışı borçlanma araçlarından toplam yatırım dönemi boyunca elde edilen getiri 158,000 TL ile yurtiçinin hayli önündedir. Getirinin önemli bölümü ABD Dolarının değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

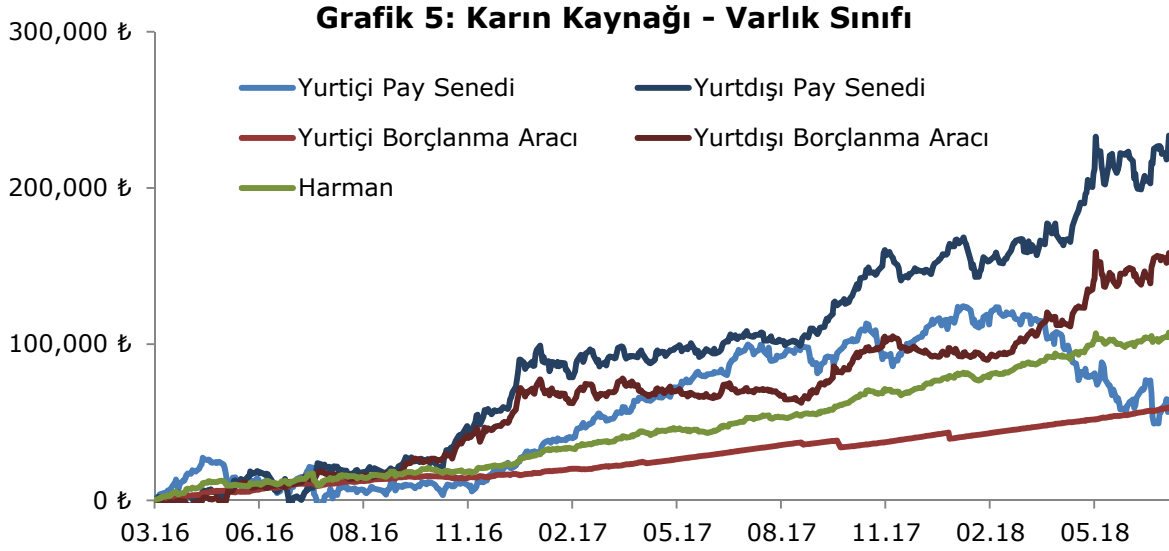
Tüm yatırım dönemi boyunca yurtdışı pay senedi fonları ile yurtdışı borçlanma aracı fonlarının sergilediği oynaklığın aradaki kar farkına rağmen benzer olması ABD Dolarının kıymet getirileri üzerindeki korelasyonu artırmasından kaynaklanmaktadır. Bir başka deyişle, tamamen farklı varlık sınıflarından oluşan yurtdışı fonlarının değerini etkileyen en çarpıcı etmen ABD Dolarının değerindeki değişimdir.

Portföyün %20'lik bir kısmına tekabül eden bir tutar üleştirilen harman fonlar yatırım dönemi boyunca borçlanma araçlarına benzer şekilde az salınım gösterse de 107.000 TL'lik getiri yaratarak yurtiçi borçlanma aracı fonlarına göre hayli olumlu performans sergilemiştir.

Yurtdışı fonları yatırım dönemi boyunca toplam 392.000 TL'lik bir getiri yaratarak

elde edilen 624.00 TL'lik toplam getirinin yaklaşık %63'ünü oluşturmuştur. Bununla beraber harman fonların içinde de çeşitli

oranlarda yabancı kıymetlerin bulunduğu ancak bunlardan elde edilen getirilerin bu rakama dahil edilmediği unutulmamalıdır.



Yatırım döneminde Birlik Yatırımının alternatif finansal ürünlerde değerlendirilmesi halinde getirilerin nasıl gerçekleşeceği Grafik 6'da gösterilmektedir. BIST-100 endeksi Borsa İstanbul, Dolar alış fiyatı ile 3 aylık mevduat faiz oranı ise TCMB temin edilmiştir.

Birlik Yatırımının tüm yatırım dönemi boyunca hayli istikrarlı bir şekilde yukarı yönlü hareket ettiği anlaşılmaktadır. ABD Dolarının yatırım dönemi boyunca sağladığı getiri portföyün getirisine yakın olsa da fiyat salınımının hayli yüksek olduğu (yani riskin yüksek ve risk başına düşen getirinin, Sharpe oranının, düşük olduğu) anlaşılmaktadır.

BIST-100'ün 2017'nin önemli bölümünde yüksek oynaklıkla beraber portföyün hayli üstünde performans sergilediği ancak

2018'en başlayarak ciddi bir düşüş trendine girdiği görülmektedir. Buna karşın mevduat ile elde edilen getirilerin düşük standart sapmayla beraber düşük getiri sağladığı gözükmemektedir.

Yerli bireysel yatırımcılar arasında hayli yaygın olan dövizin her zaman "iyi" bir yatırım aracı olduğu inancı portföy performansı incelenerek çürütülebilmektedir. 2017 boyunca ABD Doları Birlik Yatırımına göre yüksek oynaklıkla beraber hayli düşük performans sergilemiştir. Bu anlamda temkinli yatırımcı için en uygun metot döviz almak değil yatırımcı hedef, gereksinim, vade ve kısıtlamaları doğrultusunda oluşturulmuş bir plan ışığında yüksek çeşitlendirmeyle bir yatırım portföyü oluşturmak ve bunu küçük değişikliklerle uzun vadeli olarak tutmaktır.

Grafik 6: Alternatif Yatırım Araçlarının Getirileri



Varlık Sınıfı Dağılımı

Varlık sınıfı dağılımı portföyün toplam risk ve getirisinin belirlenmesinde büyük rol oynamaktadır. Aynı yatırım döneminde farklı varlık sınıfı dağılımlarına göre yatırım yapılması gerçekleşen getiri ve riski önemli

ölçüde etkilemektedir. Bu anlamda doğru varlık dağılımının tespiti uzun vadede başarının en belirleyici etkenlerden biridir.

Tablo 4: Varlık Sınıfı Dağılım Senaryoları

Senaryo	Pay Senedi	Borçlanma Aracı	Harman	Getiri
1	100%	0%	0%	67.2%
2	50%	50%	0%	58.2%
3	50%	25%	25%	58.0%
4	40%	40%	20%	56.4%
5	40%	20%	40%	56.1%
6	33%	33%	33%	55.0%
7	30%	30%	40%	54.3%
8	20%	40%	40%	52.5%
9	0%	100%	0%	49.2%
10	0%	0%	100%	48.5%

Tablo 4'te farklı varlık dağılımlarının sunulduğu senaryolar gösterilmektedir. Bu senaryolar yatırıma başlanan Mart 2016'dan bu yana Birlik yatırımının farklı dağılımlarda değerlendirilmesi halinde elde edilecek getiriyi yansıtmaktadır. Birlik Yatırımının getiriye göre 4. sırada yer aldığı tabloda

pay senedi fonların ağırlıklı olduğu portföylerin yüksek getiriye sahip olduğu görülmektedir. Bu gözlem pay senedi yatırımlarının borçlanma aracına göre uzun vadede daha yüksek getiri sağladığı bilgisine uyum göstermektedir.

Piyasa Zamanlaması

Getirilerin yatırım dönemi boyunca homojen şekilde gerçekleşmemesi, getirilerin önemli bölümünün belirli gün ve zamanlarda ortaya çıkması en çok getiri sağlanan günlerin kaçırılması halinde yatırımların nasıl bir sonuç sergileyeceği sorusuna neden olmaktadır.

Özellikle önemli yurtiçi ve yurtdışı olayların neticesinde meydana gelen dövizdeki sert hareketler portföyün değerinde kısa vadede hayli önemli değişikliklere neden olmaktadır.

Tablo 5: En Çok Getiri Sağlanan 10 Gün

Sıra	Tarih	Değişim	Sıra	Tarih	Değişim
1	24.5.2018	2.22%	6	4.6.2018	1.00%
2	26.7.2018	1.55%	7	10.1.2017	0.99%
3	22.11.2017	1.13%	8	15.5.2018	0.98%
4	14.4.2016	1.05%	9	25.5.2016	0.95%
5	11.7.2018	1.03%	10	7.11.2017	0.91%

Tablo 4'teki sıralamada yer alan ilk 5 gün tüm yatırım döneminde günlük bazda en çok getiri sağlanan ilk 5 günü ifade eder-

ken, 6 ile 10. sıra arasındaki günler ikinci en iyi 5 günü ifade etmektedir.

Grafik 7: En İyi 5 ve 10 Gün



Birlik Yatırımının değerlendirildiği Yatırım Döneminde en iyi 5 gün kaçırıldığı takdirde elde edilen karın 110,000 TL eridiği, en iyi 10 gün kaçırıldığı takdirde karın 180.000 TL'den fazla azaldığı anlaşılmaktadır.

Yatırım tutarının daimi olarak fonlarda değerlendirilmeyip, daha iyi getiri elde etme gayesiyle sürekli alım-satımda bulunulmasının burada örneklendirildiği gibi ciddi bir fırsat maliyeti bulunmaktadır.

Likidite

Likidite yetersizliği işlem esnasında alım satım fiyatları arasındaki makasın hayli açılarak maliyetlerin artmasına sebep olabilmektedir. Yatırım fonlarında aynı anda pek çok yatırımcının satış emri vermesi halinde kısa sürede pek çok kıymetin satılması zorunluluğu bulunduğundan fon performansı olumsuz etkilenebilmektedir.

Birlik Yatırımı oluşturulurken fon toplam büyüklüğü muadil fonlara göre hayli az olan ve henüz yeni kurulmuş fonlara likidi-

te gerekçesiyle yatırım yapılmaktan kaçınılmıştır.

Tablo 5'te 26 Temmuz 2018 itibariyle her bir pozisyonun ilgili fon toplam portföy büyüklüğüne oranı gösterilmektedir. Birlik Yatırımının, yatırım yapılan fonlarda kritik ağırlığa sahip olmaması sayesinde, ikinci yatırım dönemi sonunda portföy yeniden oluşturulurken fonların satışı esnasında fon birim fiyatı olumsuz etkilenmemiştir.

Tablo 6: Likidite Durumu (26.07.2018)

Fon İsim	Fon Kodu	Cari Değer (₺)	Büyüklik (₺)	Oran
İş Portföy Bist Tek. Ağırlıklı Sınır. Endeksi Hisse Senedi Fonu	TTE	55,179	69,449,818	0.08%
Marmara Capital Portföy Hisse Senedi Fonu	MAC	64,801	53,699,633	0.12%
Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak Ve Hisse Senedi Fonu	YAS	48,530	627,592,782	0.01%
Ak Portföy Bist Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu	ALC	58,695	28,795,275	0.20%
Kare Portföy Hisse Senedi Fonu	KYA	53,740	9,693,544	0.55%
Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu	YAY	94,587	473,553,718	0.02%
Azimet Pys Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	GBC	79,004	22,423,534	0.35%
Ak Portföy Gelişen Ülkeler Yabancı Hisse Senedi Fonu	AFS	83,724	40,182,389	0.21%
Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	GBG	80,765	3,322,889	2.43%
Garanti Portföy Yabancı (Gelişmekte Olan Ülkeler) BYF Fonu	GUH	80,463	27,682,364	0.29%
Azimet Pys Birinci Borçlanma Araçları Fonu	GTF	64,855	77,854,803	0.08%
Ata Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	AED	53,809	4,332,377	1.24%
Kare Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	KRC	66,244	27,912,076	0.24%
Deniz Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	DBZ	64,607	189,407,540	0.03%
İstanbul Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	IST	66,584	112,116,768	0.06%
İş Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TDG	74,469	20,284,884	0.37%
Taaleri Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TLE	75,774	27,114,702	0.28%
Kareportföy İkinci Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	KUB	75,389	31,484,460	0.24%
Hsbc Portföy Yabancı Byf Fon Sepeti	HOY	75,371	172,147,579	0.04%
Azimet Pys Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	GLS	69,495	5,249,280	1.32%
Meksa Portföy Birinci Değişken Fon	MAD	65,038	1,614,783	4.03%
Azimet Pys Çoklu Varlık Değişken Fon	GMA	70,316	132,774,173	0.05%
Fokus Portföy Birinci Değişken Fon	AN1	66,433	1,736,065	3.83%
Tacirler Portföy Değişken Fon	TCD	61,471	13,287,364	0.46%
Ak Portföy Emtia Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	AES	81,925	7,349,469	1.11%
TOPLAM		1,731,267		

Fon Toplam Gider Oranı

Yatırım fonlarının yönetimi nedeniyle portföy yönetim şirketlerinin fon net aktif değerinden tahsil ettiği fon toplam gider oranı yatırımcı için ciddi önem teşkil etmektedir. Fonun performansından bağımsız olarak tahsil edilen fon toplam gider oranına azami dikkat edilmediği takdirde yatırım getirilerinin uzun vadede önemli ölçüde olumsuz etkileneceği unutulmamalıdır.

Takip ettiği karşılaştırma ölçütünün önünde bir getiri elde etmeyi amaçlayan yatırım fonları arasından seçilmiş 25 adet fonla kurulmuş yatırım portföyünün fon toplam gider oranı verileri Tablo 6'da belirtilmiştir¹.

Fon yönetimi nedeniyle portföy yönetim şirketlerinin aldığı ücret fon toplam değeri üzerinden günlük olarak tahsil edilmektedir. Tablo 6'da görüleceği üzere Birlik portföyü toplam gider oranı II. Yatırım Döneminde %2,64 olarak gerçekleşmiş olup bu oran karşılığında tüm yatırım dönemi boyunca yaklaşık 70,000 TL ödenmiştir.

¹ Türkiye'de sayı ve büyüklüğü hayli az olan borsa yatırım fonları TEFAS'ta işlem görmediğinden portföyümüze dahil edilememiştir. Pasif yatırım anlayışının ürünü olan borsa yatırım fonlarının fon toplam gider oranı aktif yönetilen yatırım fonlarının yaklaşık üçte biri kadardır.

Tablo 7: Fon Toplam Gider Oranı (2017)

Fon İsim	Fon Kodu	Fon Toplam Gider Oranı
İş Portföy Bist Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Hisse Senedi Fonu	TTE	2.18
Marmara Capital Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	MAC	2.24
Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak Ve Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	YAS	3.66
Ak Portföy Bist Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	ALC	2.34
Kare Portföy Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	KYA	3.61
Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Hisse Senedi Fonu	YAY	3.54
Azimet Pys Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	GBC	3.56
Ak Portföy Gelişen Ülkeler Yabancı Hisse Senedi Fonu	AFS	3.36
Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	GBG	3.65
Garanti Portföy Yabancı (Gelişmekte Olan Ülkeler) Hisse Byf Fon Sepeti Fonu	GUH	3.00
Azimet Pys Birinci Borçlanma Araçları Fonu	GTF	2.06
Ata Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	AED	1.78
Kare Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	KRC	1.70
Deniz Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	DBZ	1.44
İstanbul Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	IST	1.44
İş Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TDG	1.65
Taaleri Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TLE	1.82
Kareportföy İkinci Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	KUB	1.68
Hsbc Portföy Yabancı Byf Fon Sepeti	HOY	2.23
Azimet Pys Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	GLS	2.19
Meksa Portföy Birinci Değişken Fon	MAD	3.65
Azimet Pys Çoklu Varlık Değişken Fon	GMA	3.58
Fokus Portföy Birinci Değişken Fon	AN1	3.65
Tacirler Portföy Değişken Fon	TCD	3.16
Ak Portföy Emtia Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	AES	2.50
TOPLAM (Ağırlıklandırılmış)		2.64

ÖNERİLER

TSPB Yatırım Değerlendirme Projesi kapsamında önerilerimiz aşağıdaki gibidir:

Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri doğrultusunda portföy yönetim şirketleri yönettikleri menkul kıymet yatırım fonlarının aylık portföy dağılım raporlarını ".pdf" biçiminde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlamaktadır. Aylık yapılan bu bildirimlerde fon portföyünde bulunan kıymetlerin ISIN kodları, nominal değeri, rayiç değeri ile portföydeki ağırlığı paylaşılmaktadır.

Detaylı bir servet yönetimi analizi için gerekli coğrafi ve sektörel verilerin kullanıcı dostu bir şekilde paylaşılmadığı görülmektedir. Aynı varlık sınıfı içerisinde bulunan fonlarda benzer kıymetler bulunabileceğinden burada oluşacak olası yoğunlaşmanın tespit ve takibi için bu verilerin sorgulanabilir ve işlenebilir içerik ve formatla veri tabanına ekleme yoluyla paylaşılması elzemdir.

Özellikle yurtiçi borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlarda yoğunlaşma riskinin kıymetlerin birbirlerine benzerliklerinden

ötürü hayli fazla olduğu görülmektedir. Aktif yönetim anlayışıyla yönetilen menkul kıymet yatırım fonlarının bulunduğu portföyümüzde kıymetlerin tür ve ağırlığı hızla değişebileceğinden toplam riskin yönetilmesi açısından bu verilerin veri tabanına ekleme şeklinde paylaşılması gerekmektedir. Bu anlamda Merkezi Kayıt Kuruluşunun geliştirme yapması gerekecektir.

Servet yönetimi yapılırken yatırımcının gereksinim ve sınırlamaları doğrultusunda uygun varlık dağılımı yapmak büyük önem arz etmektedir. Yurtdışında bilinçli varlık dağılımının yapılabilmesi için portföy yönetim şirketlerinin stil fonları oluşturduğu görülmektedir. Stil fonları genellikle aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır:

GENEL DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER

Yönetim Kurulu'nun aldığı karar üzerine personel için ayrılan kıdem ve ihbar tazminat karşılıklarının TSPB Yatırım Değerlendirme Projesi kapsamında TEFAS'ta işlem gören fonlara yatırılması süreci bu çalışmamızda incelenmiştir.

Öncelikle yasal yükümlülükler nedeniyle yatırıma yönlendirilecek yatırım tutarı belirlenmiş, ardından Yönetim Kurulu'nun belirlediği sınırlamalar ışığında getiri beklentisi, risk yüklenimi ile gerekli yatırım araçlarının tür ve oranları analiz edilmiştir.

TEFAS üzerinden bilgilerine ulaşılan pay senedi, borçlanma aracı ile değişken/karma menkul kıymet yatırım fonlarının tarihi verileri kullanılarak ilkin getiri ve risk değerleri ölçülmüş, ardından birbirleriyle olan ilişkileri korelasyon hesabıyla belirlenmiştir. Daha sonra farklı fon kombinasyonlarıyla etkinlik sınırı belirlenmiş, beklenti ve kısıtlamalar ışığında uygun portföy dağılımı tercih edilmiştir.

Azami çeşitlendirme sağlama amacıyla Birlik Yatırımı %40 oranında pay senedi, %40

Pay senedi fonları:

- Şirket tipine göre: değer, karma, büyüme stili

- Şirket büyüklüğüne göre: büyük, orta, küçük piyasa değeri

Borçlanma aracı fonları:

- Vadeye göre: kısa, orta, uzun vadeli

- Kredi notuna göre: yüksek, orta, düşük notlu

Getiri beklentisi ile risk iştahı ölçüsünde bu fonlar arasında yapılan bir üleştirme, analiz sürecini hızlandırıp, bilinçli karar alma olanağı tanıdığından yatırımcıların uzun vadeli başarı ihtimalini artıracaktır.

oranında borçlanma aracı ve %20 oranında ise değişken/karma fonlarına yönlendirilmiştir.

Pay senedi ve borçlanma aracı fonları bünyesinde riski daha da dağıtmak için %50 oranında yerli kıymetlere yatırım yapan, %50 oranında ise yabancı kıymetlere yatırım yapan fonlar tercih edilmiştir. Borçlanma aracı fonlarında Türk eurobondları yabancı kıymet olarak değerlendirilmiştir.

Tüm varlık sınıfları içerisinde azami çeşitlendirme sağlamak amacıyla farklı tür ve stillerde fonlara yer verilmiştir. Bu sayede risklerin asgari seviyeye indirilerek getirilerin artırılması hedeflenmiştir.

Portföy oluşturulurken verilerin yalnızca son 3 yılı kapsadığı, bu dönemin kapsamlı bir analiz için ideal olmadığı, bu dönemde yurtdışı kıymetlere yatırım yapan fonların yüksek performans gösterirken yurtiçi kıymetlere yatırım yapan fonların benzer performansı göstermediği, öngörülen getiri ve risklerin sınırlı tarihi verilere dayandığı, fonların ileriki dönemde benzer şekilde per-

formans gösterme ihtimali bulunurken tamamen farklı sonuçlar da doğurabileceği hususları göz önünde bulundurulmuştur.

Birlik Yatırımından II. Yatırım Dönemi sonunda %23,1'lik artışla 325.082 TL vergi öncesi getiri sağlanmıştır. Bu rakam fonların satışından doğacak vergileri içermektedir. Yurtiçi pay senedi fonları dışındaki tüm fonların satışından vergi kesintisi olacağı için net karın fon satışından kaynaklanacak vergiler nedeniyle azalacağı unutulmamalıdır.

II. Yatırım Döneminde BIST-100 endeksinin %1, ABD dolarının ise %37 yükseldiği görülmektedir. Ancak Birlik Yatırımının değerlendirildiği portföyün %23,1 ile vadeli mevduata göre hayli tatminkar bir getiri sağlarken çeşitlendirme nedeniyle çok daha az riskli olduğunun (standart sapmasının düşük olduğu) altı çizilmelidir.

II. Yatırım Dönemde Birlik Yatırımının vadeli mevduatta değerlendirilmesi halinde 186.171 TL'lik bir getiri elde edileceği görülmektedir. Bu getirinin aynı dönemde gözlemlenen enflasyondan kaynaklanan alım gücündeki azalmaya neredeyse denk düşeceğinden önemli ölçüde bir reel getiri sağlamayacağı anlaşılmaktadır.

Yatırımlardan elde edilen toplam karın yaklaşık 2/3'ünün yabancı kıymetlere yatırım yapan fonlardan, 1/3'ünün ise yerli kıymetlere yatırım yapan fonlardan ileri geldiği görülmektedir. Yabancıardan elde edilen getirinin önemli bölümü kurdaki artıştan kaynaklanmaktadır. Aynı dönemde yurtdışı

fonlarının diğer varlık sınıflarının önünde bir performans sergileyerek toplam getirinin yaklaşık %63'ünü oluşturduğu anlaşılmaktadır. Hem döviz kurunun son dönemde hızla yükselmesinden hem de yurtdışı piyasaların yukarı yönlü olmasından ötürü bu yatırım döneminde getiriyi olumlu etkileyen etmenlerin önümüzdeki dönemlerde portföy için önemli riskler oluşturacağı düşünülmektedir. Birlik Yatırımının bu risklere karşı türev araçlarla korunmuyor olması bu etmenlerden kaynaklanacak olası olumsuz etkilerin portföyü hayli olumsuz etkileme ihtimali olduğunun altı çizilmelidir.

Yatırım süresi boyunca önemli bir likidite sorunu ile karşılaşmamıştır. Fon yönetimi nedeniyle bu güne dek yaklaşık yaklaşık 70.000 TL'lik ücret dolaylı olarak ödenmiştir.

Yatırım sürecinde fonlar için sağlanan verilerin tam ve detaylı bir analiz için yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Sermaye piyasalarının gelişimini sürdürmesiyle beraber hem yatırım seçeneklerinin hem de bunlara ilişkin kamuya sunulan verilerin artacağı düşünülmektedir.

Temmuz 2018'de kurum gereksinim ve kısıtlamalarının tekrar gözden geçirilmesiyle varlık sınıflarının dağılım oranı sabit tutulmuş (%40 pay, %40 borçlanma aracı, %20 değişken/karma) ancak portföyde bulunan 8 fon değiştirilmiş, portföyde kalmaya devam eden fonlar ise yeniden dengeleme kapsamında çoğunlukla düşük montanlı işlemlerle uygun dağılıma döndürülmüştür.

Ek 1: İlk Eleme Sonrası Belirlenen Pay Senedi Fonları (2 Mart 2017)

Fon Adı	Fon Kodu	Niş	1 Yıl (%)	3 Yıl (%)	5 Yıl (%)	Büyükölük
Ak Portföy Amerika Yabancı Hisse Senedi Fonu	AFA	Yurtdışı	41.14	80.24	203.25	39,516,830
Ak Portföy Asya Yabancı Hisse Senedi Fonu	AFS	Yurtdışı	52.62	44.67	56.06	24,370,997
Ak Portföy Avrupa Yabancı Hisse Senedi Fonu	AFV	Yurtdışı	37.17	30.56	144.96	23,661,672
Ak Portföy Bist Temettü 25 Endeksi Hisse Senedi Fonu	ALC	Yurtiçi	25.92	90.54	-	29,601,862
Ak Portföy Bric Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	AFT	Yurtdışı	60.21	56.99	53.99	14,080,612
Ak Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu	AOY	Yurtdışı	47.46	54.29	160.1	30,133,168
Ata Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	AYA	Yurtiçi	26.59	69.79	112.58	55,639,823
Ata Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	AAV	Yurtiçi	28.98	79.06	-	31,853,283
Azimet Pış Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	GBC	Yurtdışı	32.8	75.9	61.44	8,993,319
Finans Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	FYD	Yurtiçi	16.82	63.01	75.51	7,554,041
Finans Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	FAF	Yurtiçi	25.39	61.44	73.45	7,909,900
Fokus Portföy Hisse Senedi Fonu	ASA	Yurtiçi	14.87	62.13	61.85	1,592,840
Garanti Portföy Hisse Senedi Fonu	GHS	Yurtiçi	22.9	56.78	73.73	14,428,382
Garanti Portföy Yabancı (Gelişmekte Olan Ü.) BYF Fonu	GUH	Yurtdışı	43.01	-	-	14,353,152
Gedik Portföy G-20 Ülkeleri Yabancı Hisse Senedi Fonu	GBG	Yurtdışı	53.99	52.76	113.19	1,127,550
Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Fonu	GMR	Yurtiçi	28.08	75.39	110.48	9,112,278
Hsbc Portföy Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	HVS	Yurtiçi	23.57	59.34	71.85	8,685,288
Icbc Turkey Portföy Hisse Senedi Fonu	ICF	Yurtiçi	22.23	-	-	254,649
İř Portföy Bist Teknoloji Ağırlıklı Sınırlamalı Endeksi Fonu	TTE	Yurtiçi	27.65	197.96	202.67	31,642,182
İř Portföy İř Bankası İştirakleri Endeksi Fonu	TI3	Yurtiçi	32.09	56.99	70.52	68,853,383
İř Portföy Yabancı Hisse Senedi Fonu	TMG	Yurtdışı	42.61	72.89	122.4	14,561,479
Kare Portföy Hisse Senedi Fonu(Hisse Senedi Yoğun Fon)	KYA	Yurtiçi	23.98	86.42	126.08	14,358,539
Marmara Capital Portföy Hisse Senedi Fonu	MAC	Yurtiçi	22.01	111.73	-	38,189,908
Strateji Portföy Birinci Hisse Senedi Fonu	ST1	Yurtiçi	20.51	62.92	85.08	30,309,457
şeker Portföy Hisse Senedi Fonu	SKH	Yurtiçi	20.17	55.75	51.01	1,390,287
Taaleri Portföy Hisse Senedi Fonu	TLH	Yurtiçi	25.4	-	-	6,629,119
Tacirler Portföy Hisse Senedi Fonu	TKF	Yurtiçi	33.59	59.81	46.6	19,118,842
Teb Portföy Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	TFF	Yurtdışı	-	-	-	3,335,041
Yapı Kredi Portföy Bist Temettü 25 Endeksi Fonu	YDE	Yurtiçi	26	56.93	67.23	16,881,038
Yapı Kredi Portföy Koç Holding İştirak Fonu	YAS	Yurtiçi	20.18	86.26	123.13	563,704,338
Yapı Kredi Portföy Yabancı Fon Sepeti Fonu	YTD	Yurtdışı	29.56	53.22	115.98	15,995,261
Yapı Kredi Portföy Yabancı Teknoloji Sektörü Fonu	YAY	Yurtdışı	48.37	101.41	180.31	86,902,821

Ek 2: İlk Eleme Sonrası Belirlenen Borçlanma Aracı Fonları (2 Mart 2017)

Fon Adı	Fon Kodu	Niş	1 Yıl (%)	3 Yıl (%)	5 Yıl (%)	Büyüklik
Ak Portföy Eurobond (Amerikan Doları) BA Fonu	AKE	Yurtdışı	21.92	76.22	141.26	215,358,555
Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu	AIS	Yurtiçi	7.34	28.45	-	18,547,130
Ak Portföy Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	APT	Yurtiçi	9.73	31.53	52.65	95,214,838
Ak Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	AYR	Yurtiçi	10.11	33.15	-	741,943,099
Alkhair Portföy Kira Sertifikası (Sukuk) Katılım Fonu	ACE	Yurtiçi	8.12	34.68	53.47	1,338,523
Ashmore Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	ARE	Yurtdışı	36.8	-	-	20,517,839
Ata Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	AUT	Yurtiçi	9.83	30.98	41.45	15,150,951
Ata Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	AED	Yurtiçi	11.91	39.65	63.01	77,584,469
Azimet Pyş Birinci Borçlanma Araçları Fonu	GTF	Yurtiçi	12.21	40.09	62.44	101,824,243
Azimet Pyş Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	GBK	Yurtdışı	31.55	40.98	67.05	22,372,534
Azimet Pyş Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu	GLS	Yurtdışı	24.84	68.12	-	28,120,347
Deniz Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	DBB	Yurtiçi	10.13	36.36	59.38	12,164,573
Deniz Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	DBH	Yurtdışı	28.16	-	-	16,482,054
Deniz Portföy Kısalı Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	DBK	Yurtiçi	8.88	27.66	-	715,040,541
Deniz Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	DBZ	Yurtiçi	11.34	37.85	-	266,226,828
Fiba Portföy Borçlanma Araçları Fonu	FIT	Yurtiçi	10.56	29.64	41.37	21,199,705
Fiba Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	FPE	Yurtdışı	-	-	-	9,628,068
Finans Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	FUB	Yurtdışı	21.83	38.93	41.79	28,582,014
Finans Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	FYO	Yurtiçi	11.01	33.48	30.11	113,593,483
Garanti Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	GPA	Yurtdışı	20.66	-	-	18,298,918
Garanti Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	GTS	Yurtiçi	9.61	32.44	53.53	23,282,247
Gedik Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	GYL	Yurtiçi	8.65	29.8	45.62	24,224,129
Halk Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	HKV	Yurtiçi	9.74	29.38	44.47	67,363,317
Halk Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	HYT	Yurtiçi	9.31	28.8	41.79	15,174,898
Hsbc Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	HOB	Yurtiçi	10.35	32.35	-	18,065,949
Hsbc Portföy Yabancı Byf Fon Sepeti	HOY	Yurtdışı	31.24	65.75	-	114,967,854
İstanbul Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	IST	Yurtiçi	11.98	37.48	58.22	121,347,988
İş Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	IPV	Yurtdışı	-	-	-	39,184,491
İş Portföy Maximum Kart Kısa Vadeli BA Fonu	IBK	Yurtiçi	9.92	29.31	43.36	60,877,823
İş Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	TBV	Yurtiçi	11.21	33.3	48.89	235,673,011
İş Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TDG	Yurtdışı	29.78	71.69	129.18	18,264,965
Kare Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	KRC	Yurtiçi	10.83	38.38	62.81	31,113,768
Kareportföy İkinci Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	KUB	Yurtdışı	36.9	92.24	170.28	41,194,119
Osmanlı Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	OSL	Yurtiçi	10.68	32.66	48.78	16,299,606
Oyak Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	OKT	Yurtiçi	11.42	34.16	45.2	14,202,377
Perform Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	IPT	Yurtiçi	8.76	27.82	-	2,532,240
Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (Döviz) Fonu	KIS	Yurtdışı	30.5	-	-	20,387,010
Taaleri Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TLE	Yurtdışı	41.21	-	-	11,432,575
Tacirler Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	TCB	Yurtiçi	10.34	31.1	45.91	29,153,101
Teb Portföy Eurobond Borçlanma Araçları Fonu	TPL	Yurtdışı	-	-	-	6,574,821
Teb Portföy Kira Sertifikaları (Döviz) Katılım Fonu	TPZ	Yurtdışı	-	-	-	8,385,676
Teb Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	TOT	Yurtiçi	10.35	34.14	74.82	282,213,781
Vakıf Portföy Eurobond BA Fonu	VTE	Yurtdışı	16.01	62.36	90.74	1,770,475
Vakıf Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	VKT	Yurtiçi	8.97	28.23	-	506,999,075
Yapı Kredi Portföy Eurobond (Dolar) BA Fonu	YBE	Yurtdışı	26.16	77.79	121.66	862,486,665
Yapı Kredi Portföy İkinci Borçlanma Araçları Fonu	AFF	Yurtiçi	10.02	35.72	-	7,606,525
Yapı Kredi Portföy Kısa Vadeli BA Fonu	YHT	Yurtiçi	8.56	27.58	42.1	853,379,692
Yapı Kredi Portföy Orta Vadeli BA Fonu	YOT	Yurtiçi	8.26	29.15	46.82	179,861,535
Yapı Kredi Portföy Özel Sektör BA Fonu	YBS	Yurtiçi	9.92	32.23	53.18	403,098,109
Ziraat Portföy Borçlanma Araçları Fonu	TZT	Yurtiçi	9.79	28.06	35	13,096,853
Ziraat Portföy Katılım Fonu (Döviz)	ZPF	Yurtdışı	24.7	-	-	1,557,518
Ziraat Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	TZV	Yurtiçi	8.65	27.75	42.82	3,292,774,085
Ziraat Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	ZBT	Yurtiçi	12.16	32.92	40.91	7,297,264

Ek 3: İlk Eleme Sonrası Belirlenen Değişken ve Karma Fonlar (2 Mart 2017)

Fon Adı	Fon Kodu	Niş	1 Yıl (%)	3 Yıl (%)	5 Yıl (%)	Büyüklik
Ata Portföy Karma Fon	AAK	Harman	12.77	42.27	59.22	2,811,402
Azimet Pyş Çoklu Varlık Değişken Fon	GMA	Harman	22.4	64.45	94.77	46,756,379
Azimet Pyş Dördüncü Değişken Fon	SPV	Harman	11.94	37.08	47.57	172,845,314
Deniz Portföy Birinci Değişken Fon	DBP	Harman	14.06	41.19	69.65	33,951,000
Fiba Portföy Değişken Fon	FID	Harman	10.8	37.48	61.63	19,593,871
Fokus Portföy Birinci Değişken Fon	AN1	Harman	6.17	57.7	48.6	1,533,115
Halk Portföy Karma Fon	HLK	Harman	13.53	35.99	53.54	2,686,332
Hsbc Portföy Çoklu Varlık Birinci Değişken Fon	HPO	Harman	10.97	34.48	52.45	306,930,173
Hsbc Portföy Çoklu Varlık İkinci Değişken Fon	HPD	Harman	14.93	39.26	56.52	105,180,590
Hsbc Portföy Çoklu Varlık Üçüncü Değişken Fon	HOA	Harman	15.95	41.1	-	18,021,039
Hsbc Portföy Değişken Fon	HSA	Harman	21.16	42.63	50.99	7,807,105
Ing Portföy Birinci Değişken Fon	IGD	Harman	12.62	33.08	47.18	4,275,343
İstanbul Portföy Birinci Değişken Fon	IPB	Harman	12.91	46.07	59.73	14,749,247
İş Portföy Karma Fon	TI7	Harman	14.27	35.15	42.1	6,540,705
Meksa Portföy Birinci Değişken Fon	MAD	Harman	11.16	70.35	102.15	2,063,672
Oyak Portföy Birinci Değişken Fon	OKD	Harman	22.91	45.11	42.12	1,039,883
Şeker Portföy Değişken Fon	SKA	Harman	12.4	32.65	22.12	1,576,275
Tacirler Portföy Değişken Fon	TCD	Harman	11.37	47.99	46.08	23,998,828
Ünlü Portföy Birinci Değişken Fon	SUA	Harman	12.37	39.22	29	1,317,875
Ünlü Portföy İkinci Değişken Fon	SUB	Harman	12.5	40.5	64.88	156,554,477
Yapı Kredi Portföy Karma Fon	YAK	Harman	11.96	36.25	53.05	56,794,548
Ziraat Portföy Birinci Değişken Fon	ZBA	Harman	8.27	34.06	45.47	1,252,503
Ziraat Portföy İkinci Değişken Fon	ZBD	Harman	10.59	32.38	38.99	5,370,605

Ek 4: İlk Eleme Sonrası Belirlenen Diğer Fonlar (2 Mart 2017)

Fon Adı	Fon Kodu	Niş	1 Yıl (%)	3 Yıl (%)	5 Yıl (%)	Büyüklik
Hsbc Portföy Altın Fonu	HBF	Altın Fonu	21.13	45.1	36.46	25,359,828
Ak Portföy Altın Fonu	AFO	Altın Fonu	21.27	44.87	34.71	156,988,131
Teb Portföy Altın Fonu	TUA	Altın Fonu	21.1	44.49	34.87	8,102,101
İş Portföy Altın Fonu	TTA	Altın Fonu	20.99	44.05	32.97	27,687,807
Vakıf Portföy Altın Katılım Fonu	VBA	Altın Fonu	20.04	43.79	32.24	5,599,991
İng Portföy Altın Fonu	IGA	Altın Fonu	20.28	43.47	34.84	10,854,056
Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	TCA	Altın Fonu	20.67	43.2	31.83	17,653,287
Fiba Portföy Altın Fonu	FIB	Altın Fonu	20.95	43.07	-	1,623,031
İş Portföy Emtia Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	TGE	Emtia	48.89	-0.8	-0.02	1,7844,985
Ak Portföy Emtia Yabancı Byf Fon Sepeti Fonu	AES	Emtia	38.72	1.84	14.68	7,105,410
Yapı Kredi Portföy Emtia Yabancı BYF Fonu	YSE	Emtia	32.12	-5.34	-5.69	910,650

Ek 5: Seçilen Fonların Özellikleri

Fon Kodu	Getiri	Risk	Sharpe	Fon Kodu	Getiri	Risk	Sharpe
IPV	70.36%	12.65%	4.65	TUA	14.37%	15.03%	0.19
TPZ	54.76%	12.65%	3.42	GBK	13.95%	13.04%	0.19
TLE	43.19%	10.86%	2.92	HSA	13.35%	9.98%	0.19
TPL	38.98%	9.51%	2.89	TTA	14.18%	14.47%	0.18
TFF	44.65%	13.12%	2.53	HOA	12.34%	4.67%	0.18
FPE	34.43%	9.35%	2.45	VBA	14.11%	14.68%	0.18
TTE	46.55%	20.45%	1.71	IGA	13.97%	14.32%	0.17
ARE	26.85%	10.33%	1.49	TCA	14.02%	15.01%	0.17
IPB	13.31%	1.24%	1.45	FUB	12.64%	6.82%	0.17
KUB	25.93%	10.20%	1.42	FIB	13.78%	13.88%	0.16
YBE	22.34%	7.91%	1.37	AAK	13.19%	11.36%	0.15
AKE	22.04%	8.08%	1.30	HPD	11.79%	3.29%	0.09
YAY	28.63%	14.54%	1.18	SUA	12.03%	7.89%	0.07
GLS	20.19%	7.88%	1.10	ACE	11.96%	11.55%	0.04
KIS	23.69%	11.20%	1.09	HLK	11.73%	10.38%	0.02
MAC	30.85%	19.18%	1.01	FID	11.45%	5.06%	-0.01
TDG	21.51%	10.12%	0.99	AFV	11.27%	15.49%	-0.01
MAD	20.50%	9.53%	0.94	KRC	11.46%	1.94%	-0.02
DBH	20.65%	9.81%	0.93	YAK	11.32%	8.74%	-0.02
GMA	18.69%	8.01%	0.90	IGD	10.55%	7.92%	-0.12
GPA	18.87%	8.25%	0.89	ZBA	10.55%	7.48%	-0.13
HOY	19.83%	9.46%	0.88	TI7	10.45%	7.30%	-0.14
YAS	25.35%	16.43%	0.84	SKA	10.16%	6.53%	-0.20
TMG	22.61%	13.33%	0.83	SPV	11.10%	1.62%	-0.25
ZPF	20.17%	10.49%	0.83	DBZ	11.20%	0.55%	-0.54
VTE	18.56%	8.62%	0.82	ZBD	9.88%	2.72%	-0.60
ALC	25.94%	18.10%	0.80	DBB	10.73%	1.23%	-0.63
GBC	22.70%	14.17%	0.79	FYO	10.18%	2.02%	-0.65
ICF	28.55%	21.87%	0.78	TGE	1.19%	15.59%	-0.66
AFA	25.08%	18.62%	0.73	HPO	10.46%	1.55%	-0.68
KYA	25.82%	20.44%	0.70	AES	-47.78%	83.10%	-0.71
GMR	22.91%	17.16%	0.67	AFF	10.65%	1.11%	-0.77
AAV	24.33%	20.23%	0.63	ZBT	9.96%	1.81%	-0.85
AN1	17.00%	9.21%	0.60	YSE	-0.76%	13.70%	-0.89
SUB	11.95%	0.81%	0.55	IST	11.12%	0.41%	-0.91
AYA	22.11%	20.10%	0.53	TZT	8.58%	3.13%	-0.93
DBP	12.12%	1.19%	0.52	OSL	9.71%	1.76%	-1.02
TKF	17.94%	12.62%	0.51	FIT	9.17%	1.85%	-1.26
GTF	11.86%	0.73%	0.49	TBV	10.00%	1.00%	-1.50
ST1	20.44%	18.77%	0.48	APT	9.49%	1.25%	-1.61
ASA	19.43%	17.57%	0.45	AIS	9.01%	1.36%	-1.83
FYD	19.77%	18.42%	0.45	YOT	8.83%	1.28%	-2.09
AED	11.72%	0.49%	0.45	OKT	10.24%	0.59%	-2.13
AFT	19.19%	17.48%	0.44	HOB	9.75%	0.76%	-2.29
AOY	18.01%	15.39%	0.42	TOT	10.20%	0.46%	-2.81
FAF	19.73%	19.52%	0.42	GTS	9.81%	0.47%	-3.55
GBG	17.86%	15.23%	0.42	AYR	9.98%	0.42%	-3.62
TI3	18.19%	16.20%	0.41	YBS	9.67%	0.42%	-4.42
YTD	17.43%	14.36%	0.41	HYT	8.80%	0.60%	-4.52
TLH	19.76%	20.05%	0.41	TCB	9.40%	0.39%	-5.46
SKH	18.13%	16.93%	0.39	AUT	9.38%	0.38%	-5.63
HVS	19.75%	21.25%	0.39	GYL	9.03%	0.35%	-7.07
TCD	14.10%	6.71%	0.39	IBK	8.90%	0.35%	-7.44
GHS	18.62%	19.12%	0.37	IPT	8.48%	0.39%	-7.68
YDE	18.27%	19.60%	0.35	HKV	8.93%	0.33%	-7.72
GUH	15.58%	17.03%	0.24	DBK	8.44%	0.34%	-9.04
OKD	15.02%	17.02%	0.21	VKT	8.60%	0.32%	-9.08
HBF	14.48%	14.67%	0.20	TZV	8.46%	0.32%	-9.45
AFS	14.65%	15.76%	0.20	YHT	8.41%	0.31%	-9.83

Ek-6: Korelasyonlar

Yurtiçi Pay Senedi Fonu Korelasyonları

	tte	mac	yas	alc	kya	dze
tte	1.0000					
mac	0.5961	1.0000				
yas	0.6452	0.7143	1.0000			
alc	0.6163	0.7377	0.8929	1.0000		
kya	0.6671	0.7909	0.8652	0.9090	1.0000	
dze	0.6497	0.7637	0.8956	0.9459	0.9651	1.0000

Yurtdışı Pay Senedi Fonu Korelasyonları

	yay	gbc	afs	gbg	guh	dze
yay	1.0000					
gbc	0.4265	1.0000				
afs	0.5109	0.3653	1.0000			
gbg	0.4433	0.5084	0.5458	1.0000		
guh	0.7072	0.3161	0.6675	0.5260	1.0000	
dze	0.1459	0.3355	0.0482	0.1936	0.1604	1.0000

Yurtiçi Borçlanma Aracı Fonu Korelasyonları

	gtf	aed	krc	dbz	ist	dze
gtf	1.0000					
aed	0.5315	1.0000				
krc	0.2127	0.2197	1.0000			
dbz	0.4744	0.7696	0.2191	1.0000		
ist	0.4886	0.7627	0.2428	0.6975	1.0000	
dze	0.1313	-0.0264	0.1851	-0.0186	-0.0690	1.0000

Yurtdışı Borçlanma Aracı Fonu Korelasyonları

	tdg	tle	kub	hoy	glg	dze
tdg	1.0000					
tle	0.9480	1.0000				
kub	0.9487	0.9073	1.0000			
hoy	0.8761	0.8366	0.8175	1.0000		
glg	0.9771	0.9205	0.9557	0.8610	1.0000	
dze	-0.3049	-0.2228	-0.2751	-0.0681	-0.3072	1.0000

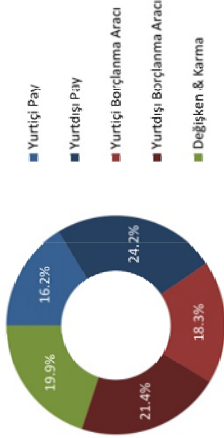
Değişken/Karma Fon Korelasyonları

	mad	gma	an1	tcd	aes	dze
mad	1.0000					
gma	0.5789	1.0000				
an1	0.4835	0.6232	1.0000			
tcd	0.4548	0.5482	0.6769	1.0000		
aes	-0.0529	-0.0409	-0.0278	-0.0331	1.0000	
dze	0.6224	0.8224	0.6831	0.6437	-0.0441	1.0000

DZE kodlu fon BIST-100 için proxy olarak belirlenmiştir.

Ek 7: Performans Raporu (26 Temmuz 2018)

Cari Portföy Dağılımı



Portföy Değeri



YATIRIMLAR

PAY SENEDİ

Fon Kodu	Tür	Dağılım (%)	Cari Değer (₺)	Maliyet (₺)	Getiri (%)	Değişim (K/Z)
İŞ PORTFÖY BİST TEKNOLOJİ AĞIRLIKLI SINIRLAMALI ENDEKSİ HİSSE SENEDİ FONU (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)	Yurtiçi Pay	3.2%	55,179	56,953	-3.1%	
MARMARA CAPITAL PORTFÖY HİSSE SENEDİ FONU (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)	Yurtiçi Pay	3.7%	64,801	56,348	15.0%	
YAPI KREDİ PORTFÖY KOÇ HOLDİNG İŞTİRAK VE HİSSE SENEDİ FONU (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)	Yurtiçi Pay	2.8%	48,530	56,256	-13.7%	
AK PORTFÖY BİST TEMETTÜ 25 ENDEKSİ HİSSE SENEDİ FONU (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)	Yurtiçi Pay	3.4%	58,695	56,545	3.8%	
KARE PORTFÖY HİSSE SENEDİ FONU (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)	Yurtiçi Pay	3.1%	53,740	56,317	-4.6%	
YAPI KREDİ PORTFÖY YABANCI TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ HİSSE SENEDİ FONU	Yurtdışı Pay	5.5%	94,587	56,618	67.1%	
AZİMUT PİYASASI YABANCI BYF FON SEPETİ FONU	Yurtdışı Pay	4.6%	79,004	56,353	40.2%	
AK PORTFÖY GELİŞEN ÜLKELER YABANCI HİSSE SENEDİ FONU	Yurtdışı Pay	4.8%	83,724	56,425	48.4%	
GEDİK PORTFÖY G-20 ÜLKELERİ YABANCI HİSSE SENEDİ FONU (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)	Yurtdışı Pay	4.7%	80,765	53,474	51.0%	
GARANTİ PORTFÖY YABANCI (GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER) HİSSE BYF FON SEPETİ FONU	Yurtdışı Pay	4.6%	80,463	56,282	43.0%	
Akt Toplamı		40.4%	699,488	561,570		

BORÇLANMA ARAÇLARI

AZİMUT PİYASASI BİRİNCİ BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtiçi BA	3.7%	64,855	56,290	15.2%	
ATA PORTFÖY ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtiçi BA	3.1%	53,809	56,298	-4.4%	
KARE PORTFÖY BİRİNCİ BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtiçi BA	3.8%	66,244	56,281	17.7%	
DENİZ PORTFÖY ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtiçi BA	3.7%	64,607	56,272	14.8%	
İSTANBUL PORTFÖY KISA VADELİ BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtiçi BA	3.8%	66,584	56,300	18.3%	
İŞ PORTFÖY YABANCI BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtdışı BA	4.3%	74,469	56,319	32.2%	
TAALERİ PORTFÖY YABANCI BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	Yurtdışı BA	4.4%	75,774	56,291	34.6%	
KAREPORTFÖY KİNCİ BORÇLANMA ARAÇLARI (DÖVİZ) FONU	Yurtdışı BA	4.4%	75,389	56,056	34.5%	
HSBC PORTFÖY YABANCI BYF FON SEPETİ	Yurtdışı BA	4.4%	75,371	56,484	33.4%	
AZİMUT PİYASASI KİRA SERTİFİKALARI (SUKUK) KATILIM FONU	Yurtdışı BA	4.0%	69,495	56,363	23.3%	
Akt Toplamı		39.7%	686,597	562,955	22.0%	

DEĞİŞKEN

MEKSA PORTFÖY BİRİNCİ DEĞİŞKEN FON	Değişken & Karma	3.8%	65,038	56,715	14.7%	
AZİMUT PİYASASI ÇOKLU VARLIK DEĞİŞKEN FON	Değişken & Karma	4.1%	70,316	56,149	25.2%	
FOKUS PORTFÖY BİRİNCİ DEĞİŞKEN FON	Değişken & Karma	3.8%	66,433	56,340	17.9%	
TACİRLER PORTFÖY DEĞİŞKEN FON	Değişken & Karma	3.6%	61,471	56,051	9.7%	
AK PORTFÖY ENTIA YABANCI BYF FON SEPETİ FONU	Değişken & Karma	4.7%	81,925	56,926	43.9%	
Akt Toplamı		19.9%	345,182	282,181	22.3%	

TOPLAM

TOPLAM		100.0%	1,731,267 ₺	1,406,706 ₺		23.1%
---------------	--	---------------	--------------------	--------------------	--	--------------



TSPB
TÜRKİYE SERMAYE
PIYASALARI BİRLİĞİ

26 Temmuz 2018

(İlk Yatırım Tutarı: 1,107,214 ₺)

Toplam Portföy Değeri *

1,731,267 ₺

* 26 Temmuz 2018 itibarıyla

Toplam Getiri **/****

624,053 ₺

313,038 ₺

Dönemsel Getiri ***/****

325,082 ₺

186,171 ₺

** 4 Mart 2018'den itibaren

*** 2 Mayıs 2017'den itibaren

**** (Mevduat olsaydı: TCMB Ağırlıklı Ort. Faiz Oranları alınmıştır (stopaj sonrası))

Toplam Getiri & Std. Sapma (%) *****

56.4%

5.9%

Dönemsel Getiri & Std. Sapma (%) *****

23.1%

6.3%

***** Bakılan yıllıklandırılmış standart sapma

BİST-100

USD

1.07%

37.32%

2 Mayıs 2017'den itibaren yüresel değişim

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

