



**SERMAYE PİYASASI KURULU
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**YATIRIM FONLARINDA LİKİDİTE RİSKİ YÖNETİMİ VE TÜRKİYE
DEĞERLENDİRMESİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**Hüseyin DERİCİ
Uzman Yardımcısı**

**Eylül, 2016
Ankara**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Değişimin hızlı gerçekleştiği ve teknolojinin giderek daha da hızlı şekilde ilerlediği bilgi çağında dünya finans piyasalarında önemli değişiklikler yaşanmaktadır. 2008 Finansal Krizi sonrasında yapılan düzenlemeler ve merkez bankalarınca uygulanan olağan dışı para politikaları tahvil piyasasının arz ve talep tarafında önemli yapısal değişikliklerin yaşanmasına sebebiyet vermiştir. Birincil tahvil piyasasında düşük faizler dolayısıyla önemli derecede tahvil ihraçları yapılırken, ikincil tahvil piyasasında yapılan düzenlemeler aracı kuruluşların piyasa yapıcılığı faaliyetinden vazgeçmelerine neden olmuş ve ikincil tahvil piyasasında likiditenin erimesine sebebiyet vermiştir. Birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de ÖST’lerin yatırım fonları portföyünde önemli oranda yer aldığı dikkate alındığında tahvil piyasasındaki likidite erimesinin yatırım fonlarının likiditesini de olumsuz etkileyebileceği değerlendirilmektedir.

Bu itibarla, yatırım fonlarının likidite riskinin etkili bir şekilde yönetilebilmesi için aşağıda bazı öneriler sıralanmıştır;

- Likiditeyi belirleyen temel unsur piyasada alım satımı yapılan menkul kıymetlerin kalitesine duyulan güvendir. Menkul kıymetin kalitesine güven hususunda oluşabilecek şüpheler bile likiditenin erimesine ve ilgili piyasada alım satımın durmasına sebep olabilmektedir. Dolayısıyla ÖST piyasası gibi standardize olmayan ve likidite riski taşıyan piyasalarda menkul kıymetlerin kalitesine ilişkin gerekli güvenin tesis edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, işbu rapor tarihi itibarıyla yatırım fonu portföylerinin yaklaşık %50’sinin ÖST’lerden oluştuğu dikkate alınarak, yüksek getirili ÖST’lerin kalitesine ilişkin oluşabilecek güven probleminin tüm ÖST piyasasının likiditesini olumsuz etkilememesi amacıyla Türkiye ÖST piyasasında “yatırım yapılabilir (Investment Grade Bonds)” ve yüksek getirili tahviller (High Yield Bonds)” şeklinde bir ayırımın yapılmasının,

- Yatırım fonlarında likidite yönetiminin etkili bir şekilde yapılabilmesi için SPK tarafından hangi varlıkların “yüksek kalitedeki likit varlıklar” (HQLA) olarak değerlendirilebileceği veya hangi özelliklere sahip tahvillerin “yüksek getirili tahviller” olarak değerlendirilebileceği hususunda genel çerçeve belirlenmesinin,

- Türkiye’de ihraç edilen ÖST’lerin, Eylül 2016 tarihi itibarıyla, yaklaşık %50’sinin yatırım fonlarınca elde tutulması olası krizlerde gerçekleşecek itfa/geri alım taleplerinin karşılanamaması riskini ve dolayısıyla yatırım fonlarında likidite riskinin yönetiminin önemini beraberinde getirmektedir. Mevcut durumda likidite risk yönetimi için genel bir düzenleme bulunmakta olup, etkili ve sağlıklı bir likidite yönetimi için daha ayrıntılı bir düzenlemenin gerekli olduğu değerlendirilmektedir. Etkili bir likidite

risk yönetimi için fonların risk yönetim birimlerinin gerekli analizleri zamanında yapmasının ve bu konuda yetişmiş insan kaynağının kullanılmasının önemi vardır. Yatırım fonları için söz konusu olan likidite riskini yönetebilmek ve fon katılma payı geri alım taleplerini karşılayabilmek için likidite yönetim araçlarının çeşitliliğinin artırılmasının, SPK'nın her fon için "Likidite Riski Yönetim Programı" uygulanmasını zorunlu kılmasının, anılan program kapsamında asgari olarak hangi durumda hangi araçların kullanılmasının uygun olacağını belirlenmesinin, fon katılma payı alım ve geri alımlarını uygun şekilde gerçekleştirebilmek için Likidite Yönetim Araçlarının kullanımının teşvik edilmesinin, belirtilen likidite yönetim araçlarının hangi durumlarda kullanılmasının uygun olacağı hususunda rehberlik edilmesinin,

- Likidite yönetim araçlarından "değişken (swing) fiyatlama" sadece olağan dışı durumlarda değil, normal koşullarda da yatırım fonu yatırımcılarının çıkarlarının adil şekilde korunabilmesini ve ilk çıkanın avantajının (First Mover Advantage) oluşmasını engelleyip panik satışların olmamasını sağladığı için yatırım fonlarının likidite riski yönetiminde öncelik verilmesi gereken araçlardandır. Halihazırda, değişken fiyatlama AB'de başarılı şekilde uygulanmakta olup, ABD'de uygulama için altyapı sıkıntıları olsa da değişken (swing) fiyatlamasının uygulanması hususunda ciddi bir irade mevcuttur. Yatırım fonlarına ilişkin Türkiye'deki mevzuat altyapısı büyük ölçüde Avrupa düzenlemeleriyle uyumlu olduğu için değişken (swing) fiyatlamasının uygulanmasında önemli problemler yaşanmayacağı da dikkate alınarak Türkiye'de de öncelikle değişken (swing) fiyatlama yönteminin uygulanması için SPK'nın gerekli teşvik ve önerilerde bulunmasının,

- Likidite yönetim araçlarının bir diğeri olan "geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi" (Redemption in-kind) büyük geri alım taleplerinde bulunan kurumsal yatırımcılar için uygun bir likidite yönetim aracıdır. Büyük geri alım talepleri olması halinde fondaki diğer yatırımcıların, portföy yönetim şirketinin yönettiği diğer fon yatırımcılarının ve sektörün tümünü olumsuz etkilemesinin engellenebilmesi için büyük geri alım taleplerinin aynı olarak yapılması daha uygun olacaktır. Bu itibarla, özellikle kurumsal yatırımcıları barındıran büyük fonlar tarafından, "geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi"ne ilişkin yazılı politika ve prosedürler hazırlanarak, prosedürlerde hangi durumlarda bu likidite yönetim aracının kullanılacağına ve sürecin işleyişine ilişkin ayrıntılara yer verilmesinin ve SPK'nın kurumsal yatırımcıların bu likidite yönetim aracını kullanmasını teşvik etmesinin,

- Son dönemlerde yoğun ilgi gören pasif yönetim stratejileri ile yönetilen borsa yatırım fonlarının (BYF) katılma paylarının fon portföylerine alınması durumunda likit varlık sayılıp sayılmayacağı, hatta BYF'lerin likidite yönetim aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı hususunda da SPK'nın düzenleme çalışmaları yürütmesinin,

- Avrupa’da Alternatif Yatırım Fonlarına (AIFs) ilişkin yapılan likidite yönetimi düzenlemelerinin, özellikle de düzenleyici otoriteye ve yatırımcılara belirli periyotlarla geri alım (redemption) yükümlülüklerini normal ve olağandışı koşullarda karşılayabilip karşılayamadığının ve alternatif yatırım fonunun yatırım stratejisinin, likidite profilinin ve geri alım politikasının birbiriyle uyumlu olduğunun kontrolüne yönelik yapılacak raporlamalara ilişkin düzenlemelerin, (Raporda ayrıntılara yer verilmiştir.), geri alım taleplerinin kabul edilip edilmediği ve hangi sıklıkla geri alımları kabul ettiğinin (geri alım politikaları) dikkate alınarak Türkiye’deki serbest yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları için de uygulanmasının

uygun olacağı düşünülmektedir.

Diğer bir husus, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2014 yılında yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber ile yatırım fonlarına risk değeri hesaplama yöntemi sunulmuş olup, Rehber kapsamında yapılan risk değeri hesaplamalarında sadece piyasa riski baz alınarak hesaplamalar yapılmaktadır. Ancak, yatırım fonları, yatırım yaptıkları ÖST’ler nedeniyle piyasa riski dışında kredi ve likidite risklerine de maruz kalmakta, dolayısıyla sadece piyasa riskinin baz alınarak risk değeri hesaplaması eksik olacağı için hesaplama yönteminin gözden geçirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	i
KISALTMALAR CETVELİ	vi
ŞEKİL VE TABLO CETVELİ	vii
I. GİRİŞ	1
II. TAHVİL PİYASASINDAKİ SON DÖNEMDEKİ GELİŞMELER-TAHVİL PİYASASINDA LİKİDİTE RİSKİ	3
2.1. ÖST Piyasasının Yapısındaki Değişiklik	3
2.1.1. Tahvil Piyasasının Arz Tarafı	3
2.1.2. Tahvil Piyasasının Talep Tarafı	4
2.2. Tahvil Piyasasında Piyasa Likiditesinin Düşmesinin Sebepleri	8
2.2.1. Piyasa yapıcılığının çekiciliğinin azalması	8
2.2.2. Fiyat Marjının (Bid-Ask Spread) daralması.....	9
III. YATIRIM FONLARINDA LİKİDİTE RİSKİ	10
3.1. Yatırım Fonlarında Likidite Riski ve Sistemik Risk İlişkisi	11
3.2. İlk Çıkanın Avantajı (First Mover Advantage)	12
IV. YATIRIM FONLARINDA LİKİDİTE YÖNETİM ARAÇLARI	13
4.1. Geri Alım Periyotları (Redemption Gates)	13
4.2. Aynı Geri Alımlar (Redemption in-kind)	13
4.3. Likit Olmayan Varlık Hesabı (Side Pockets).....	14
4.3.1. Likit Olmayan Varlık Hesabının Avantajları;	15
4.3.2. Likit Olmayan Varlık Hesabının Dezavantajları.....	15
4.3.3. Likit olmayan varlık hesabındaki yatırımcılarının dikkate etmesi gereken hususlar	15
4.4. Geri Alımların Askıya Alınması (Suspension of redemptions)	16
4.5. Fonlararası Borçlanma (Interfund Lending) ve Limitli Kredi (Lines of Credit).....	16
4.6. Fiyat Farklılaştırması	17
4.6.1. Değişken Fiyatlama (Swing Pricing)	17
4.6.2. Çift Fiyatlama (Redemption fees / Dual Pricing).....	20
4.7. Serbest fonlar ve Likidite yönetim araçları	21
4.8. BYF'lerin likidite kaynağı olarak yatırım fonu portföyüne alınması	21
4.9. Likidite yönetiminde fonun Yetkili Organının görevleri ve sorumlulukları	22
4.10. Yatırım fonları için Likidite Risk Yönetimi ilkeleri	22
4.10.1. Fonun Likidite Riskini Değerlendirilirken Dikkat Edilmesi Gereken Faktörler	22
4.10.2. Fonun Likidite Riski Değerlendirilirken Yapılması Gereken Analizler	23

4.10.3. Portföy varlıklarının likidite sınıflandırmasında dikkat edilmesi gereken faktörler.....	23
4.10.4. Fonun likiditesinin değerlendirilmesinde yatırımcı kitlesinin analizi.....	23
4.11. Ülke Örnekleri ve Düzenleyici Otoritelerin Rolü	24
V. SEC'İN TASLAK KANUNU	24
5.1. Kamuyu Aydınlatma ve Raporlama.....	28
5.2. Avrupa Mevzuatındaki Hükümler	28
5.3. IOSCO Likidite Risk Yönetim İlkeleri	29
VI. TÜRKİYE'DEKİ TAHVİL PİYASASI VE YATIRIM FONLARININ LİKİDİTE DURUMU	30
6.1. Türkiye'de son dönemlerde özel sektör borçlanma araçlarında gerçekleşen temerrütler	32
6.2. Türkiye'de Likidite Riski Yönetimine İlişkin Düzenleme Gerekliliği	33
VII. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	35
VIII. KAYNAKÇA	38

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIF	: Alternatif Yatırım Fonu
AIFM	: Alternative Investment Fund Managers
BYF	: Borsa Yatırım Fonu
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
FED	: Amerika Merkez Bankası
EFAMA	: European Fund and Asset Management Association
FSOC	: Financial Stability Oversight Council
ICI	Investment Company Institute
IOSCO	: Board of The International Organization of Securities Commissions
NICSA	: National Investment Company Service Association
ÖST	: Özel Sektör Tahvili
PYŞ	: Portföy Yönetim Şirketi
UCITS	: Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SEC	: U.S. Securities and Exchange Commission
TSKB	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş.

ŞEKİL VE TABLO CETVELİ

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: ABD’de Gerçekleştirilen ÖST İhraçları (Yıllık, Trilyon \$)

Şekil 2: Aracı Kuruluşların ÖST Envanterleri (Net Pozisyon, Milyar \$)

Şekil 3: Yatırım Fonları Tarafından Elde Tutulan ÖST’lerin Oranı (%)

Şekil 4: Aktif ve Pasif Yönetilen Fonların Kırılımı

Şekil 5: ABD Aracı Kuruluş Envanterleri, Yatırım Fonları ve BYF Varlıkları (Milyar, \$)

Şekil 6: ÖST Piyasa Yapıcılığı Getirileri (Kırmızı Noktalar)

Şekil 7: ÖST Fiyat Marjları (Bid-Ask Spread)

Şekil 8: Türkiye’deki Toplam Tahvil İhraçları (Kümülatif – TL)

Şekil 9: Türkiye’deki Reel Sektör Tahvil İhraçları (Kümülatif – TL)

TABLO LİSTESİ

Tablo-1: Kısmi Swing Fiyatlama Modeli

Tablo-2: Kısmi Swing Fiyatlama Örneği

Tablo-3: Emeklilik ve Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları

Tablo-4: Türkiye Borçlanma Araçları Piyasasındaki Temerrütler

I. GİRİŞ

Günümüzde likidite piyasa katılımcıları için gittikçe daha da önemli bir maliyet unsuru haline gelmiştir. Likiditeye ilişkin ne kesin bir tanım, ne de likiditeyi ölçmek için genel kabul görmüş bir yöntem veya model henüz bulunmamaktadır. Ancak likidite riskine ilişkin öne çıkan tanımlardan bazıları aşağıdaki gibidir;

“Likidite riski, borçlardaki artış ya da nakit çıkışları sonucunda bir kurumun varlıklarını kısa zamanda ve gerçek piyasa fiyatından nakde dönüştürememesidir.”
(Türkiye Bilimler Akademisi)

“Likidite riski, bilanço içi ve dışı yükümlülüklerin zamanında karşılanamaması riski olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, bir bankanın nakit çıkışlarını tam olarak ve zamanında karşılayacak düzeyde ve nitelikte nakit mevcuduna veya nakit girişine sahip bulunmaması nedeni ile zarara maruz kalması bu kapsamda değerlendirilebilir.”
(TSKB)

Yatırım fonları açısından da çeşitli tanımlar mevcuttur;

“Likidite riski, fon portföyünde bulunan finansal varlıkların istenildiği anda piyasa fiyatından nakde dönüştürülememesi halinde ortaya çıkan zarar olasılığıdır.”(SPK, Fon İzahnamesi)

“Likidite riski, normal ya da stresli koşullar altında fonun net varlık değerini önemli düzeyde etkilemeden fonun beklenen geri alım taleplerini karşılayamama riskidir.” (SEC)

“Likidite riski, fon portföyündeki pozisyonun sınırlı maliyetle ve kısa sürede satılamaması, likidite edilememesi veya kapatılamaması riskidir.” (UCITS)

Öte yandan, “fonlama likiditesi”, “piyasa likiditesi” ve “parasal likidite” birbirleriyle ilişkili ve sarmal halinde birbirlerini etkilemekte olup, likiditenin alt unsurlarıdır. Fonlama likidite riski, kısa vadeli nakit giriş ve çıkışları arasındaki uyumsuzluk nedeniyle ilave fonlama ihtiyacının ortaya çıkma riskini, piyasa likidite riski ise finansal varlıkların nakde çevrilme sürelerini ve değerlerini içeren riski ifade etmektedir (Açıklamalı Terimler Sözlüğü, TCMB). Parasal likidite ise bir ekonomideki toplam para arzı ile ilişkili olup resmi para otoriteleri olan merkez bankaları tarafından değiştirilebilmektedir (Ekonomi Notları, TCMB). Parasal likiditedeki daralma fonlama ve piyasa likiditesinde de daralmaya neden olmakta ve bu daralma sarmal halini alıp likiditenin daha da daralmasına sebep olmaktadır. Bütün menkul kıymetlerin piyasa likiditesi bankaların, piyasa yapımcılarının fonlama likiditelerine bağlıdır. Fonlama likiditesinin yüksek olması alım satımın kolaylaşmasını ve bu da piyasa likiditesinin yükselmesini sağlar. Bu durum, ekonominin daralma döneminde özellikle olumlu katkı sunarken, genişleme döneminde kredi balonlarına neden olabilir. Piyasa likiditesi

sermaye piyasası mevzuatından, fonlama likiditesi ise bankacılık mevzuatından etkilenmektedir.

Dünya tahvil piyasalarında 2008 Finansal krizinden beri likidite erimekte ve kriz aşamasına gelmek üzere, bankalar artık eskisi gibi ikincil piyasalarda aracılık fonksiyonunu gerçekleştirmemektedir. Yapılan Basel III, Dodd-Frank Kanunu ve Volcker Kuralı gibi düzenlemeler, bankaların kaldıraçlı işlemlerini azaltma, sermaye yapılarını güçlendirme amaçlı yapılmış olup, bu durum bankaların, istemsizce olsa da, tahvillerin ikincil piyasasında piyasa yapıcılığı faaliyetinden vazgeçmelerine neden olmuştur.

Dünyada, özellikle gelişmiş çoğu ülkede birincil ve ikincil tahvil piyasası arasındaki işlem hacmi farkı gittikçe önemli derecede genişlemektedir. İkincil piyasada risk iştahı önemli derecede düştüğü için yatırımcılar düşük getirili kamu borçlanma araçları yerine yüksek getiri elde etmek için özel sektör borçlanma araçlarının birincil piyasasına yönelmekte, ancak alıcılar çoğunlukla “alıp elde tutanlar” olduğu için ikincil piyasada işlem hacmi hızla erimeye devam etmektedir. ABD ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere birçok ülkede ikincil piyasadaki işlem hacmi çok düşük seviyelere ulaşmış durumdadır. Bugünkü tahvil piyasasına giriş kolayken, çıkış zor olabilmektedir (Eurobond Magazine, 2012).

Tahvil satın alıp elde tutanların genellikle blok alış ve satış yaptığı gözlemlenmektedir. Ancak günümüz koşullarında birincil tahvil piyasasında blok alışların miktarı da zaman içerisinde düşmekte, alıp elde tutanlar bir seferde büyük pozisyon almanın maliyetine katlanmamayı tercih etmekte (Eurobond Magazine, 2012).

Bu kapsamda çalışmanın ilk bölümünde öncelikle tahvil piyasasında son dönemlerde yaşanan gelişmeler, tahvil piyasadaki yapı değişikliğine ve tahvil piyasasında likiditenin düşmesinin sebeplerine, çalışmanın ikinci bölümünde yatırım fonlarında likidite riskine, üçüncü bölümünde yatırım fonlarının likidite riski yönetiminde kullanılabilecek likidite yönetim araçlarına ilişkin ayrıntılara, dördüncü bölümde U.S. Securities and Exchange Commission'nun (SEC) yatırım fonlarının likidite riski yönetimine ilişkin sektör görüşen sunduğu taslak düzenlemenin ayrıntılarına yer verilmiştir. Son olarak beşinci bölümde ise Türkiye'deki tahvil piyasasında son dönemde gerçekleşen temerrütlerden ve yatırım fonlarının likidite yönetiminden bahsedilerek sermaye piyasası mevzuatında yapılabilecek değişikliklere ilişkin değerlendirmelere yer verilmiştir.

II. TAHVİL PİYASASINDAKİ SON DÖNEMDEKİ GELİŞMELER- TAHVİL PİYASASINDA LİKİDİTE RİSKİ

Tahvil piyasasında likiditeyi arz edenler aracı kuruluşlar veya aracılar, likiditeyi talep eden en önemli aktörler ise kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Likidite arzında düşüş yaşanırken, likidite talebinde artış söz konusu olmakta, bu durum ise likidite riskinin artmasına sebebiyet vermektedir.

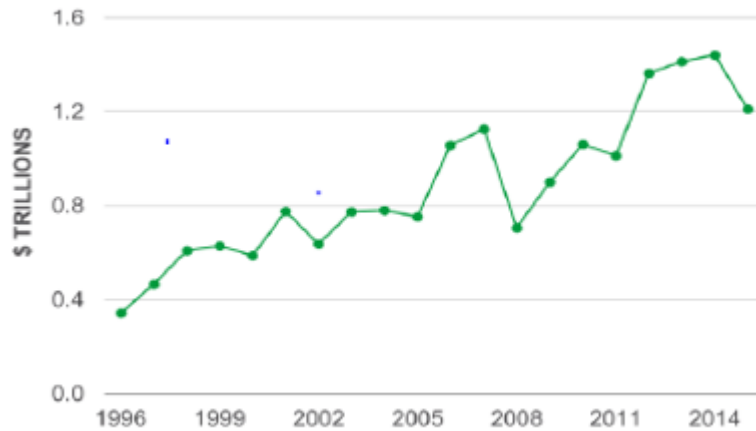
2.1. ÖST Piyasasının Yapısındaki Değişiklik

2.1.1. Tahvil Piyasasının Arz Tarafı

2008 Finansal Krizi sonrasında Bankalara ilişkin sıkı düzenlemelerin yapılması (Sermaye yeterlilik oranlarının yükseltilmesi gerekliliği, düşük özsermaye ticareti (proprietary trading)), finansman konusunda bankacılık kanalının rolünün azalmasına sebep olmuştur. Söz konusu boşluk, merkez bankalarının parasal genişleme politikalarının katkılarıyla büyük miktarda özel sektör tahvillerinin (ÖST) ihracının gerçekleştirilmesi ile giderilmektedir (Vanguard, 2016:5). Bankaların, özellikle ÖST piyasasında, “piyasa yapıcı” rolünün önemli derecede azalması, beraberinde işlem hacimlerinin azalmasını, fiyat oynaklıklarının ve likidite riski tehlikesinin artmasını getirmektedir.

Likiditeyi artırıcı geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması (Parasal Genişleme), düşük getiri ortamının oluşmasına, düşük getiri ortamı birincil tahvil piyasasının önemli derecede genişlemesine, tahvillerin değerlendirilmesine ve sabit getirili menkul kıymetlerde oynaklığın azalmasına neden olmuştur. **Şekil 1**'de ABD'de gerçekleştirilen ÖST ihraçlarına yer verilmiş olup, 2008 sonrası ihraçlardaki önemli artış dikkat çekmektedir.

Şekil 1: ABD’de Gerçekleştirilen ÖST İhraçları (Yıllık, Trilyon \$)



Kaynak: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

2008 finansal krizi sonrası özellikle tezgahüstü türev ürünler gibi kaldıraç yaratan işlemleri azaltıcı ve piyasa katılımcılarının sermaye yapısını güçlendirici düzenlemeler, aracı kuruluşların riskleri azaltma girişimi içine girmelerine ve bu kapsamda piyasa yapıcılığı faaliyetinin cazibesini kaybetmesine sebep olmuştur.

Özellikle ABD’de, kriz sonrası gerçekleştirilen parasal genişlemeler dolayısıyla, önemli tutarda ÖST ihracının gerçekleştiği bu dönemde, **Şekil 2**’de de görüleceği üzere ÖST envanterinde ciddi azalış olduğu görülmektedir.

Şekil 2: Aracı Kuruluşların ÖST Envanterleri (Net Pozisyon, Milyar \$)



Kaynak: New York Federal Reserve

Aracı kuruluşların ÖST piyasasında, piyasa yapıcı olmaları ve sahip oldukları ÖST envanter ile çeşitli/farklı özelliklerde ihraç edilen ÖST’lerde arz ve talep uyumsuzluğunu (mismatch) engellemeleri söz konusu piyasada önemli role sahip olduklarını göstermektedir.

2.1.2. Tahvil Piyasasının Talep Tarafı

2.1.2.1. Borcu elinde tutanların yapısındaki değişiklik

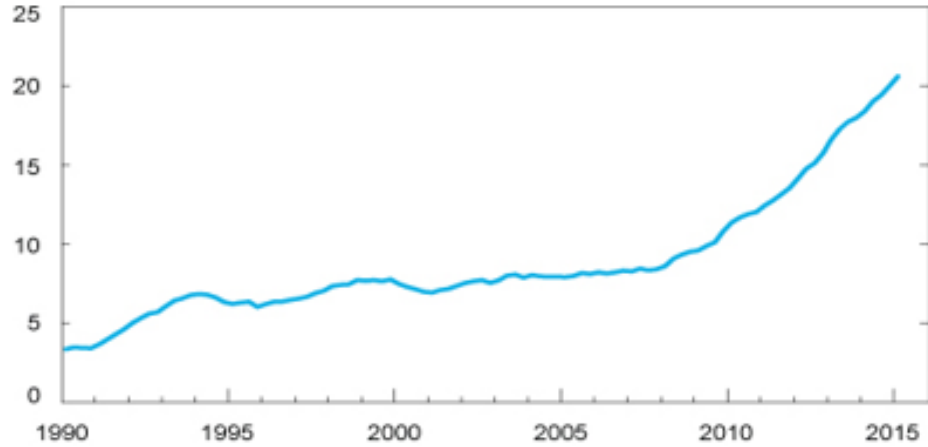
Özellikle 2008 Finansal Krizinden bu yana yatırım fonlarının, BYF’lerin, emeklilik fonlarının, sigorta şirketlerinin ve devlet fonlarının portföylerine aldıkları tahvillerin oranında ciddi artış olduğu görülmektedir. (**Bknz. Şekil 3**) 2008 öncesinde borcu elinde tutanlar genellikle aracı kuruluşlar, sonrasında yoğunluk yatırım fonlarına geçmiştir. **Şekil 3**’de, özellikle 2008 sonrası, yatırım fonları tarafından elde tutulan ÖST miktarında önemli artış olduğu görülmektedir.

Portföy yöneticilerinin yüksek getirili tahvilleri veya likit olmayan varlıkları fon portföyüne almalarının temel gerekçeleri arasında aşağıdakiler yer almaktadır;

- Ucuz olmaları,
- Yüksek kupon ödemeleri,
- Varlık ve yükümlülüklerde oluşabilecek uyumsuzlukları ve oynaklığı azaltmaları (Reed, 2015).

Tahvil piyasasında ihraç edilen tahvilleri devlet fonları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi çeşitli yatırımcılar ellerinde tutmaktadır. Küresel piyasalarda oynaklığın ve belirsizliğin artması ve petrol fiyatlarının düşmesiyle beraber anılan yatırımcılar ellerinde tuttıkları nakit ve sabit getirili araçların oranını artırmıştır. Örneğin, Avusturalya Devlet Fonu son bir sene içerisinde fonda tuttuğu nakit ve sabit getirili yatırım araçlarının oranını %23,6'dan %32,4'e yükseltmiştir. Benzer durum Japonya Kamu Emeklilik Fonu, İspanya İşsizlik Fonu ve Portekiz Finansal İstikrar Fonu için de söz konusu olmuştur (Zeng, 2016).

Şekil 3: Yatırım Fonları Tarafından Elde Tutulan ÖST'lerin Oranı (%)



Kaynak: Federal Reserve Board, Financial Accounts of United States.

2.1.2.2. Sabit getirili yatırım araçları ihraçlarında “merkez bankalarının rolü”

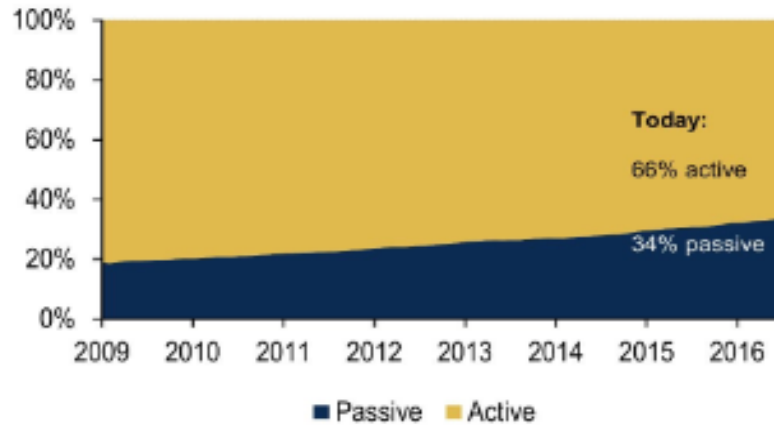
Merkez bankalarının rolü incelenirken özellikle Amerika Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB), Japonya Merkez Bankasının rolü irdelenmelidir. Son 10 yılda parasal genişleme kapsamında bu bankaların bilançoları önemli biçimde genişlemiştir. Bu bankaların özellikle, yatırım yapılabilir seviyeye sahip yüksek kaliteye sahip tahvilleri (high quality bonds) bilançolarına almaları (varlık alım programları), likit ve kaliteli tahvil arzında ciddi bir azalma olmasına ve sabit getirili araçlara yatırım yapan yatırımcıların sahip olduğu fırsatlarda değişime sebebiyet vermiştir (Zeng, 2016).

2.1.2.3. Borsa Yatırım Fonlarının tahvil piyasasındaki rolü

Parasal genişleme ve finansal piyasalardaki düzenlemeler dolayısıyla söz konusu olan düşük getiri ortamı, aktif ve pasif olarak yönetilebilen açık uçlu fonların maliyetlerini ön plana çıkararak endekse dayalı pasif yönetilen fonlara eğilimin artmasına sebebiyet vermektedir. 2005 yılında ABD’de pasif yönetilen açıklı uçlu endeks fonlarının portföy büyüklüğü 63 Milyar dolar tutarındayken, 2016 yılının başlarında bu tutar 383 Milyar dolara ulaşmıştır. (Harvard Business School, 2016) Finansal Kriz sonrası başta ABD ve AB olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki olağan dışı para politikaları ve finansal reformlar tahvil piyasasının dinamiklerinde değişime sebebiyet vermiş olup, bu durum fon yöneticilerinin portföy dağılımlarını yeniden gözden geçirmeye zorlamaktadır. Fon yöneticileri düşük getiri ortamında mümkün olduğunca menkul kıymet alım satımından vazgeçip işlem maliyetlerini asgari seviyeye çekerek fon performansını iyileştirmeye çalışmaktadır. Bu durum pasif yönetilen fonlar olan BYF’lerin tahvil piyasasında gittikçe önemli bir unsur olmasına neden olmaktadır. Örneğin, ABD’de tahvil BYF’lerinin 2005 yılında 15 milyar dolar olan portföy büyüklüğü, 2016 yılı başlarında 352 milyar dolar tutarına ulaşmıştır.

Şekil 4’ten de görüleceği üzere son yıllarda pasif yönetilen fonların (Mavi) yüzdesinin arttığı görülmektedir. BYF gibi pasif yönetilen fonlara ilginin artması ise tahvilleri “alıp elde tutanların” oranının artması ve dolayısıyla varlıkların uzun süreli olarak elde bulundurulmasına işaret etmektedir. Bu durum tahvillerin ikincil piyasalarının ticaret hacminin düşmesinin nedenlerinden biridir (Eurobond Magazine, 2013).

Şekil 4: Aktif ve Pasif Yönetilen Fonların Kırılımı (2007-2016)



Kaynak: Bank of America Merrill Lynch

BYF’lerin tahvil piyasasındaki önemli rolünü anlamak için BYF’lerin nasıl işlediğine anlamak gerekmektedir. Esasında bir tahvil BYF sinin diğer yatırım fonlarından farkı BYF katılma paylarının, borsada işlem gören bir şirketin hissesi gibi borsada alınıp satılabilesidir. BYF’nin önemli bir diğer özelliği ise BYF katılma

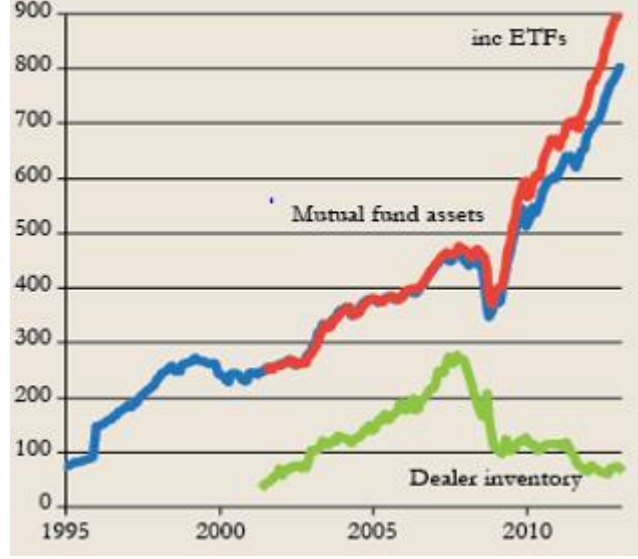
payının oluşturulması ve geri alınması süreçlerinin nakit karşılığı değil “aynı” takas esasına göre yapılmasıdır. Bu durumda tahvilin sahipliği yetkilendirilmiş katılımcı veya BYF’e devredilmektedir. Bir grup piyasa yapıcı veya aracı kuruluş olarak bilinen “yetkilendirilmiş katılımcılar” vasıtasıyla BYF’lerin yeni fon katılma paylarının oluşturulması ve geri alınması süreçleri gerçekleştirilmektedir. Fon katılma payı oluşturma sürecinin ardından, yetkilendirilmiş katılımcılar aracılığıyla elde edilen yeni oluşturulan fon katılma paylarının, borsada alım satıma tabi tutulması fonun ikincil piyasa işlemlerini oluşturmaktadır.

BYF piyasasındaki bu değişim tahvil yatırımcıları için yeni bir likidite kaynağı sağlamaktadır. Son dönemde sabit getirili menkul kıymetlerin likiditesi ile ilgili kaygılar birçok kurumsal yatırımcının sabit getirili BYF’lere yönelmesini sağlamıştır. Dolayısıyla son yıllarda tahvil piyasasında işlem hacmi/alım-satım oranlarında azalış söz konusuysen, tahvil BYF’lerinin, özellikle de yüksek getirili tahvil BYF’lerin işlem hacminde önemli artış gözlemlenmektedir. Dikkat çeken husus ise tahvil piyasasının likiditesine ilişkin endişelerin BYF piyasasındaki gelişmelerle giderilmesidir. Örneğin, ABD’de Nisan 2013 ile Aralık 2015 arasında, aracı kuruluş portföyündeki ÖST büyüklüğünde 19,5 milyar dolar azalış yaşanırken, ÖST BYF portföylerinde 18,3 milyar dolar artışın olduğu gözlemlenmektedir (Zeng, 2016). Yukarıdaki açıklamalardan üç önemli sonuç çıkarılabilir;

- 1- Aracı kuruluş tahvil envanterindeki (Dealer inventories) azalışın ve piyasa yapıcılığı görevinin BYF’lere kaydığı,
- 2- Tahvil piyasasının tezgah üstü piyasalardan organize piyasalara kaydığı,
- 3- Tahvil BYF’lerinin tahvil piyasasına ek likidite kaynağı sağladığı.

Şekil 5’te, ABD’de 2008 sonrasında aracı kuruluş ÖST envanterinde (Yeşil) önemli azalış olduğu, yatırım fonları (Mavi) ve BYF (Kırmızı) varlıklarında ise önemli artış olduğu gözlemlenmektedir.

Şekil 5: ABD Aracı Kuruluş Envanterleri, Yatırım Fonları ve BYF Varlıkları (Milyar \$)



Kaynak: ICI, New York Federal Reserve, Citi Research.

2008 krizi sonrası uygulanan ekonomi politikaları ve yapılan düzenlemeler dolayısıyla söz konusu olan yapı değişikliği piyasa katılımcılarının yeni duruma uyum sağlayabilmeleri için teknoloji altyapılarını ve portföylerinin işleyişini yenilemelerini gerektirmektedir. Düzenleyici otoriteler, yeterli düzeyde şeffaflık ve standardizasyonun olmadığı ikincil tahvil piyasalarının standardize piyasalara kaymasına yönelik çalışmalar yapmalıdır. Uyum sürecinin ilk aşamalarında işlem hacimleri düşük olabilmektedir. Ancak ikincil tahvil piyasasının tezgahüstü piyasalardan organize piyasalara geçişinin sağlanmasıyla yeni ihraçlar belli standartlarla yapılabilecek, bu durum ikincil tahvil piyasasındaki likidite problemine çözüm olacağı düşünülen Elektronik tahvil alım satımının MarketAxess, Bloomberg, MTS ve Tradeweb gibi elektronik alım satım platformları üzerinden yapılmasını kolaylaştıracaktır. Elektronik tahvil alım satımının yaygınlaşması şeffaflığı artıracak, işlem maliyetlerini düşürecektir (Eurobond Magazine, 2013).

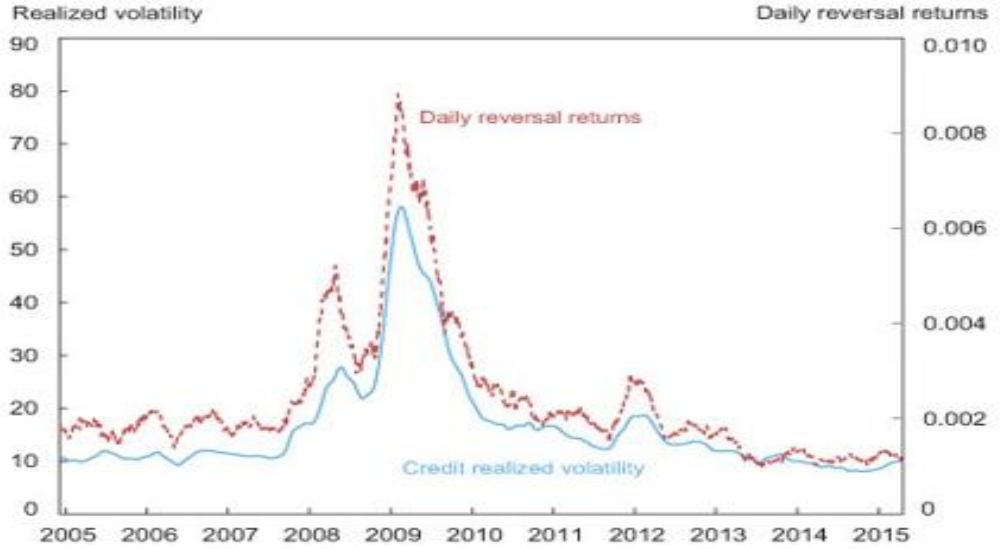
2.2. Tahvil Piyasasında Piyasa Likiditesinin Düşmesinin Sebepleri

2.2.1. Piyasa yapıcılığının çekiciliğinin azalması

Piyasa yapıcılarının rolü, likiditesi düşük olan varlıklarda karşı pozisyon alarak likidite sağlamak, envanterleri sayesinde geçici arz ve talep dengesizliklerini gidermektir. Bu rol piyasa yapıcılarının varlığı envanterine aldığı fiyat ile envanterinden çıkardığı fiyat farkı riski yani envanter riski ile karşı karşıya getirebilecektir. Piyasa yapıcının varlıkları envanterinde tuttuğu süre arttıkça, varlık fiyatının doğru tahmin edilmesi gittikçe zorlaşmaktadır (Journal of Trading, 2016:3).

Bu durum envanter riski, belirsizlik ve likidite riski birbirleriyle bağlantılı olduğunu göstermektedir. **Şekil 6**'da aracı kuruluşların ÖST piyasa yapıcılığı karşılığında elde ettikleri getiri oranlarına yer verilmiş olup, 2008 sonrasında önemli düşüş olduğu görülmektedir.

Şekil 6: ÖST Piyasa Yapıcılığı Getirileri (Kırmızı Noktalar)

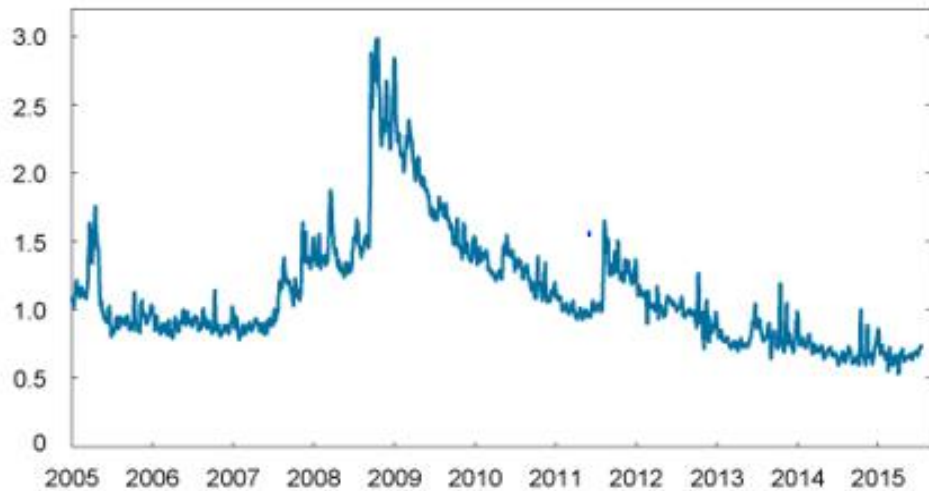


Kaynak: Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE)

2.2.2. Fiyat Marjının (Bid-Ask Spread) daralması

Fiyat marjı, aracı kurumun (dealer) aldığı riskin karşılığıdır. Bu marjın daralması aracı kurumların piyasa yapıcı olmaktan vazgeçmelerine neden olmaktadır (Mizrach, 2015:11). **Şekil 7**'de 2008 finansal krizinden sonra ÖST'ler için fiyat marjının önemli derecede daraldığı görülmektedir.

Şekil 7: ÖST Fiyat Marjları (Bid-Ask Spread)



Kaynak: Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE)

Bir diğer neden yapılan dzenlemelerin piyasa yapıcısı aracı kuruluşların yüksek sermayeye ve yeterli düzeyde likiditeye sahip olmasını, tezgahüstü piyasalarda yapılan türev işlemleri azaltmalarını gerektirdiği için aracı kuruluşlar için piyasa yapıcılığının maliyetini artırmasıdır.

2008 Finansal Krizine çözüm olarak sunulan parasal genişleme gibi geleneksel olmayan para politikaları dolayısıyla söz konusu olan düşük getiri ortamında portföy kazançları vergiye tabi olan sigorta ve emeklilik şirketleri vergiden kaçınmak, varlık ve yükümlülük uyumsuzluğu riskini azaltmak için menkul kıymet alım satımını mümkün olduğunca azaltıp sabit getirili yatırım araçlarının portföylerindeki ağırlıklarını artırmakta ve çoğunlukla vade sonuna kadar elde tutmaktadır. ABD’de yapılan araştırmada, emeklilik şirketlerinin portföylerinde sabit getirili menkul kıymetlere verdiği ağırlığın 2009 yılında %34, 2015 yılında %43 olduğu belirtilmektedir (Tower Watson, 2015). Investment Company Institute’a göre ise ABD’de, yatırım fonları varlıklarının %45’nin emeklilik şirketlerince elde tutulduğu ifade edilmektedir. Bu durum sabit getirili menkul kıymetlerin alım satım hızının düşmesine sebebiyet vermektedir.

III. YATIRIM FONLARINDA LİKİDİTE RİSKİ

2008 krizi sonrası yapılan dzenlemeler ve merkez bankalarının bu süreçteki politikaları dolayısıyla oluşan düşük getiri ortamı ve beraberinde yüksek tutarda tahvil ihraçlarının (özelikle ÖST) yapılmasını sağlamıştır. Merkez bankalarının parasal genişleme kapsamında yatırım yapılabilir seviyeye sahip yüksek kaliteye sahip tahvilleri (high quality bonds) bilançolarına almaları (varlık alım programları), likit ve kaliteli tahvil arzında ciddi bir azalmaya yaşanmasını, bu husus yatırımcıların özel sektör tahvillerine yönelmesini beraberinde getirmiştir. Yüksek getirili varlık sınıfında olan ÖST’lerin likiditelerinin göreceli olarak düşük olması, standart olmaması, tahvil piyasasındaki yapı değişikliği nedeniyle ikincil piyasasının işlem hacminde ciddi düşüş olmasına neden olmuştur. İhraç edilen ÖST’lerin çoğunluğunun yatırım fonlarınca elde tutulması olası krizlerde gerçekleşecek itfa/geri alım taleplerinin karşılanamaması riskini beraberinde getirmiştir. Mevcut durumda yatırım fonları, geri alım taleplerini fon portföyünde bulunan likit varlıklardan karşılamaktadır. Özellikle olağandışı durumlarda, fon yöneticilerinin olası büyük fon katılma payı geri alımlarını karşılayabilmek için portföydeki likit olmayan varlıkları satmak istemesi, varlıkların adil olmayan bir fiyattan satılmasına neden olabilecek ve bu durum piyasadaki fiyat dengesinin bozulmasına ve piyasa riskinin artmasına sebep olabilecektir.

Fonların portföylerindeki varlıkların likiditesini yönetememesi halinde ise tüm finansal sistemin olumsuz etkilenme ihtimali olabilecektir.

3.1. Yatırım Fonlarında Likidite Riski ve Sistemik Risk İlişkisi

FED'in faiz artırımı sürecine girmesinin (normalleşme süreci) ÖST piyasasında panik satışlara sebep olabileceği, fiyatlarda önemli düşüşler yaşanabileceği, bu durumun ÖST'leri portföylerinde bulunduran fonları da olumsuz etkileyebileceği, bu durumun finansal sistemin tümüne yayılabileceği, dolayısıyla sistemik riske neden olabileceği belirtilmektedir.

Bir diğer endişe kaynağı ise, ihraç edilen ÖST'leri yoğun şekilde portföyelerine alan yatırım fonlarının, geri alım taleplerini karşılayamamasının yatırımcıları panik satışlara zorlayabileceği, panik satışların varlık fiyatlarında önemli düşüşlerin olmasına ve piyasadaki fiyat dengesinin bozulmasına neden olabileceği, bu durumun finansal sistemin diğer kısımlarına da yayılabileceği ve sistemik risk oluşturabileceği endişesidir.

Sabit getirili yatırım araçlarını portföyelerine alan yatırım fonlarının yatırımcılarının her birisinin yatırım amacı, getiri hedefi, risk toleransı, vergilendirilmesi, tabi oldukları düzenlemeler, yatırım vadeleri, likidite ihtiyaçları ve borç yapıları farklıdır. Bu faktörler dolayısıyla her bir varlık sınıfının yatırım amaçları ve sınırları değişmektedir, dolayısıyla değişen piyasa risk faktörlerine bütün varlık sahiplerinin aynı tepkiyi vermesini beklemek sağlıklı değildir (Blackrock, Addressing Market Liquidity, 2016:3).

Açık uçlu yatırım fonlarında büyük ve ilişkili geri alım taleplerinin (Redemption) sistemik riske neden olabileceği belirtilmektedir. Yatırım fonları portföylerinde önemli oranlarda tutulan tahviller dolayısıyla geri alım taleplerinin karşılanamaması riskinin olması ve yayılma potansiyelinin olması dolayısıyla sistemik risk oluşturabileceği belirtilmektedir. Ancak sistemik risk ile piyasa riskinin karıştırılmaması gerekmektedir. Ayrıca yatırım fonlarının geçmişteki tecrübelerine bakıldığında başarılı bir şekilde likiditeyi yönettikleri, geri alım taleplerini gerçekleştirebildikleri görülmektedir (Stevens, 2016).

Likiditenin maliyetsiz sağlanamayacağı, likiditenin bedava olmadığı, çok kısa zamanda gerekli likiditeye sahip olmanın piyasa katılımcıları için maliyetinin yüksek olabileceği, piyasa yapısında değişikliklerin yaşandığı bir süreçte kazananların ve kaybedenlerin olacağı, bu durumun sistemik risk olarak değil piyasa riski olarak değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir (Eurobond Magazine, 2012).

Sistemik risk oluşturup oluşturmayacağı düşünülürken, çok çeşitli varlık sahiplerinin veya piyasa katılımcısının olduğu yatırım fonları sektöründe bu varlık sahiplerinin/piyasa katılımcılarının aynı algılara sahip olamayacağı, piyasadaki gelişmelere varlık sahiplerinin değişik tepkiler verebileceğinin göz önünde bulundurulması gerekir.

Geri alım riski, geri alım taleplerinin fonun bilgilendirme dokümanlarında yatırımcılara belirtilen şekilde (genellikle günlük) yerine getirilememesidir. Yatırım fonlarının likidite riski ile ilgili yapılabilecek düzenlemelerin amacı likiditeyi sağlamak için katlanılan maliyetlerin nasıl düşürüleceği olmamalı, fonların geri alım riskinin nasıl azaltılacağı olmalıdır.

3.2. İlk Çıkanın Avantajı (First Mover Advantage)

Eğer fonlar tarafından yatırımcılara sunulan geri alım opsiyonları ve fiyatlama yöntemleri, yüksek itfa/geri alım taleplerinin gerçekleştirilmesi dolayısıyla söz konusu olan işlem maliyetlerini fondan ilk çıkana değil de fonda kalanlara yansıtılmasına sebebiyet veriyorsa, ilk çıkanlar, fonda kalan diğerlerine göre daha avantajlı olmaktadır. Geri alım talepleri, portföydeki likit varlıkların satılarak gerçekleştirilmesi durumunda da “ilk çıkanın avantajı” söz konusu olmaktadır. Fon yöneticileri, gelen büyük itfa/geri alım taleplerini, diğer likidite riski yönetim araçlarını kullanmaktan ziyade portföydeki likiditesi yüksek varlıkları satmaya başlayarak karşılamaya çalışmakta ve bu durum “ilk çıkanın avantajı” riski oluşturup, fonda kalan diğer yatırımcıların olumsuz etkilenmesine sebep olmaktadır (FSOC, 2014:5).

Fondaki likit varlıklarının satılması, fon portföyünün likidite dengesinin bozulmasına neden olmakta, likidite dengesinin yeniden sağlanmasına ilişkin maliyetler yine fonda kalanlara yansıtılmış olmaktadır. İtfa/geri alım taleplerinin karşılanmanın maliyeti fondaki likit olmayan varlıkların oranına bağlıdır, fiyat marjının yüksek olduğu, piyasa likiditesinin düşük olduğu kriz dönemlerinde likit olmayan varlıklara yatırım yapan fonlarda itfa taleplerinin karşılanmanın maliyeti daha yüksek olduğu için “ilk çıkanın avantajı” riski çok daha yüksektir (FSOC, 2014:5).

Her hangi bir olumsuz olayda veya krizde, yüksek itfa/geri alım taleplerini karşılamak için fon, likiditesi düşük varlıkları beklenenden daha kısa sürede satmak zorunda kalabileceği için fonda kalanlara yansıyacak maliyetler çok daha fazla olabilecektir. Bu maliyetler fonun performansını kötü etkileyebileceği için fondan çıkışlar daha da hızlanabilir, hatta bütün sektörde çıkışlarda istikrarsızlığının yaşanmasına ve piyasa fiyatları bozulacağı için piyasa katılımcılarının hepsinin olumsuz etkilenmesine sebep olabilecektir. Bu tür bir durumun piyasa etkisinin derecesi veya piyasa istikrarını bozup bozmayacağı;

- a) Fon varlıklarının likiditesi
- b) Fondaki likidite uyumsuzluğunun derecesi
- c) Likit olmayan varlıkların fon portföyündeki oranı
- d) Fon yatırımcılarının “ilk çıkanın/girenin avantajı”na olan hassasiyeti
- e) Diğer yatırımcıların algısı.

faktörlerine bağlıdır (FSOC, 2014:5).

BYF katılma paylarının büyük çoğunluğu borsada alınıp satıldığı için ve katılma paylarının oluşturulması ve geri alınmasına ihtiyaç doğmadığı için BYF’lerde “İlk çıkanın avantajı” riski pek söz konusu olmamaktadır (Blackrock, 2014:8)

İlk çıkanın avantajının neden olduğu olumsuzluklar raporun ileriki bölümlerinde açıklanan likidite yönetim araçları ile yönetilebilecektir.

IV. YATIRIM FONLARINDA LİKİDİTE YÖNETİM ARAÇLARI

ABD ve AB başta olmak üzere dünyada yatırım fonları tarafından kullanılan belli başlı likidite yönetim araçlarına aşağıda yer verilmektedir;

4.1. Geri Alım Periyotları (Redemption Gates)

Geri alım periyotları (Redemption Gates) fon yöneticilerinin geçici olarak belli sürelerle yatırımcıların geri alım taleplerini kısmen veya tamamen sınırlamasını sağlamaktadır. Belli periyotlarda geri alımlar yapılabilmektedir. Periyotla, farklı eşiklerle fon bazında (at the fund-level) uygulanabileceği gibi yatırımcı bazında (at the investor-level) da belirlenebilir. Örneğin;

- *Fon bazında %15 aralığın belirlenmesi:* Belirlenen periyotta toplam fon geri alımlarının fon varlığının %15’ini geçmeyeceği,

- *Yatırımcı bazında %15 aralığın belirlenmesi:* Belirlenen periyotta herhangi bir yatırımcının geri alım taleplerinin söz konusu fondaki yatırım tutarının %15’ini geçemeyeceği

anlamına gelmektedir (Bloomberg Finance L.P.,2009).

Belirlenen eşikleri geçen geri alım talepleri oransal esasa göre geri alımların yapılabildiği diğer periyotta karşılanmaktadır.

Geçmiş tecrübelerle bakıldığında, “Geri Alımların Askıya Alınması”nın (Raporun ileriki bölümlerinde ayrıntılara bakılabilir.) “Geri Alım Periyotları”na (Redemption Gates) göre piyasa katılımcıları tarafından daha fazla olumsuz karşılandığı, fon performansının daha da kötüye gideceği algısı oluşturduğu belirtilmektedir (Bloomberg Finance L.P., 2009).

4.2. Aynı Geri Alımlar (Redemption in-kind)

Geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi (Redemption in-kind), bireysel yatırımcılar için değil özellikle büyük geri alım taleplerinde bulunan kurumsal yatırımcılar için uygun bir likidite yönetim aracıdır. Kurumsal yatırımcılar, geri alım talepleri karşılığı aynı olarak aldıkları menkul kıymetleri veya varlıkları saklayabilecek, alım/satımını yapabilecek, başka fonlarda değerlendirebilecek operasyonel altyapıya ve

bilgi ve tecrübeye sahip olduğu için “geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi” kurumsal yatırımcılar için uygun bir likidite yönetim aracıdır, ancak bireysel yatırımcıların söz konusu menkulleri saklayacak hesapları/operasyonel altyapıları ve gerekli bilgi ve tecrübeleri olmadığı için geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi bu tür yatırımcılar için uygun değildir (Blackrock, 2016:24). Büyük kurumsal müşteriler de işlem maliyetlerini düşürmek için bu yöntemi kullanmayı tercih etmektedir. Kurumsal yatırımcılardan gelen büyük itfa taleplerine ilişkin işlem maliyetleri fondaki bireysel yatırımcılara değil, ilgili kurumsal yatırımcılara yansıtılmaktadır.

Geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesine ilişkin zorluklar;

- Aynı gerçekleştirilecek transferler otomatik ve kolay bir süreç içerisinde gerçekleştirilmemekte, talebin karşılanması için yatırımcının saklama hesabının olması veya transfer edilecek varlığın değerlemesinin yapılması gibi işlemler gerekebileceği için geri alım süreci uzayabilmektedir.
- Bazı düzenlemelerde, geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi vergiye konu olabileceği için vergi otoritelerinden izin alınması gerekebilmektedir.
- Fon yöneticisi, portföydeki tüm yatırımcılar için geri alım sürecini iyi yönetemeyebilir, ancak uzun süreden beri beraber operasyonel işlemler yaptığı, saklayıcısıyla bağlantılı olduğu sınırlı sayıdaki kurumsal yatırımcı ile süreci iyi yönetebilir.

4.3. Likit Olmayan Varlık Hesabı (Side Pockets)

Bu likidite yönetim aracıyla, değerlemesi ve piyasada nakde dönüştürülmesi zor olan varlıkları bir araya getirilip fon portföyünden ayrı değerlendirilmektedir. Portföyün likit olmayan kısmı göreceli olarak daha likit olan kısımdan ayrıştırılmaktadır. Fon yöneticisi yeni likit olmayan varlık hesabı oluşturma kararı aldığı aşamada mevcut olan fon katılma payı sahipleri likit olmayan varlık hesabına alınmakta, likit olmayan varlık hesabı oluşturulduktan sonra fona katılan yeni yatırımcılar söz konusu hesaba dahil olmamaktadır. Fona likit olmayan varlık hesabı oluşturulduktan sonra giren yatırımcılar likit olmayan varlık hesabı dışındaki göreceli olarak daha likit olan kısma yatırımcı olmaktadır.

Muhasebeleştirme boyutuyla bakıldığında, portföyde kalan likit menkul kıymetler fonun normal hesabına yansıtılmakta ve fon birim pay değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. likit olmayan varlık hesabı likit olmayan varlıkları içerdiği için ve likit hale gelebilmesi uzun süreceği için süreç içerisinde fon yöneticisi likit olmayan varlık hesabındaki varlıklara komisyon uygulamaya devam edebilmektedir. Fondan çıkmak isteyen veya yatırımlarını sonlandırmak isteyen yatırımcı normal fon hesabından çıkabilirken likit olmayan varlık hesabından hesaptaki varlıklar uygun bir fiyata satılana kadar yatırımcı olarak kalmaya devam etmektedir (EFAMA, 2016).

4.3.1. Likit Olmayan Varlık Hesabının Avantajları;

Likit olmayan varlık hesabının avantajları aşağıda sıralanmaktadır;

- Fondaki likit olmayan veya değerlemesi yapılamayan fonların portföydeki likit varlıkların performanslarını olumsuz etkilemesi engellenmektedir.
- Fon katılma payı geri alımlarında “İlk Çıkanın Avantajı” dolayısıyla artabilecek geri alım taleplerini azaltmaktadır. Yatırımcıların portföyün likiditesine yönelik endişeleri azaltmaktadır.
- Likit olmayan varlık hesabındaki varlıkların değerlendirilmesinden sonradan portföye dahil olan yatırımcılar yararlanamamakta, sadece likit olmayan varlık hesabı oluşturulduğunda hesaba dahil olan yatırımcılar yararlanabilmektedir.
- Olağandışı zamanlarda fon yöneticileri üzerinde oluşan satış baskısını azaltmakta ve likit olmayan varlıkların satış baskısından dolayı adil olmayacak şekilde fiyatlanmasının önüne geçilmektedir.
- Fon yöneticilerinin yönetim faaliyetlerini kolaylaştırmaktadır.

4.3.2. Likit Olmayan Varlık Hesabının Dezavantajları

Likit olmayan varlık hesabının dezavantajları aşağıda sıralanmaktadır;

- Fon yöneticileri daha fazla komisyon almak için likit olmayan varlık hesabındaki varlıkların değerini çok yüksek belirleyebilmektedir.
- Likit olmayan varlıkların değerlendirilmesi zor yapıldığı için, fon yöneticileri kendi iç modelleri ile likit olmayan varlık hesabındaki yatırımları değerlemektedir, bu durum çıkar çatışmasının oluşmasına sebebiyet verebilmektedir.
- Likit olmayan varlık hesabının ne zaman ve nasıl oluşturulacağını veya niye oluşturulduğunun genellikle fon yöneticisine bırakılması şeffaflık konusunda endişeler oluşturabilmektedir.

4.3.3. Likit olmayan varlık hesabındaki yatırımcılarının dikkate etmesi gereken hususlar

Likit olmayan varlık hesabındaki yatırımcılarının dikkate etmesi gereken hususlar aşağıda yer almaktadır;

- Fon yöneticisinin Fon Toplam Değerinin azami ne kadarlık bir bölümün likit olmayan varlıkları likit olmayan varlık hesabına alacağına ilişkin bir oran belirlenip belirlenmediği,
- Likit olmayan varlık hesabındaki varlıkların değerlemesinin fon yöneticileri tarafından mı yoksa üçüncü kişilerce mi yapıldığı,
- Değerleme politika ve prosedürlerinin olup olmadığı,
- Fon yöneticisinin likit olmayan varlık hesabı oluşturmak istemesine ilişkin ayrıntılı gerekçelerin istenmesi.

4.4. Geri Alımların Askıya Alınması (Suspension of redemptions)

Fon yatırımcılarını korumak amacıyla kullanılan bu araç sayesinde kriz dönemlerinde yatırımcıların panik satışı yapması engellenmektedir. Ancak geri alım taleplerinin askıya alınması yatırımcılar için her zaman iyi sonuçlar doğuracağı anlamına gelmemelidir. Genellikle kriz dönemlerinde yaşanan panik durumlarında, portföy varlıklarının büyük çoğunluğu yüksek getirili özel sektör tahvillerinden oluşan fonlar için elverişli bir likidite yönetim aracıdır.

Fon performansının iyi olmadığı veya iyi olmayacağını beklediği durumlarda fon yöneticileri geri alım taleplerini gerçekleştirmek için genellikle likiditesi düşük olan varlıkları satmayı tercih etmemektedir. Çünkü likiditesi düşük olan varlıkları kısa sürede satması halinde düşük fiyattan satmak zorunda kalacak ve bu durum fonun performansı daha da kötü etkileyecektir. Bu durumda, fon yöneticileri geri alım taleplerini askıya almayı tercih etmektedir. Örneğin, yüksek getirili tahvil fonu olan “Third Avenue Focused Credit Fund” (FCF) 2015 yılında, fonda kalan diğer katılma payı sahipleri bu durumdan kötü etkilendiği için beklenen geri alım taleplerini gerçekleştirmeyeceğini kamuoyuna ve yatırımcılarına açıklamıştır. SEC ise, FCF’in itfa taleplerini askıya alabilmesine izin vermiştir. ABD’de mevcut mevzuatta fon yöneticileri (Serbest fonlar hariç) istedikleri zaman itfa taleplerini askıya alabilme yetkisine sahip olmamakla birlikte fon yöneticileri itfa/geri alım taleplerini zaruri durumlarda ve fon yatırımcılarını korumak için SEC’ten izin alarak askıya alabilmektedir (FSOC, 2014:5).

Bazı ülkeler mevzuatlarında likidite yönetimi araçlarından “geri alımların askıya alınması” aracının kullanılmasına ilişkin düzenlemelere yer verilirken, bazı ülkelerde düzenleme bulunmamaktadır. AB düzenlemelerinde, UCITS fonları için, geri alım talepleri belirlenen spesifik seviyeyi geçince fon yöneticilerinin alım ve geri alım taleplerini askıya alma yetkisi bulunmaktadır. Ancak ABD mevzuatında, fon yöneticileri SEC’ten izin almadan geri alımları durduramamaktadır. Ayrıca, SEC’in herhangi bir fon veya yatırım fonları sektörünün tümü için geri alım taleplerini askıya alma yetkisi bulunmaktadır (EFAMA, 2016).

ABD borsalarının kapandığı 11 Eylül saldırıları sonrası çoğu Avrupa fonu, normal olmayan fiyat hareketlerinden kaçınmak için geri alımları askıya almıştır. Yine 2008 Finansal Krizinde de fiyatlandırma ve değerlemeler sağlıklı şekilde yapılamadığı için geri alımlar askıya alınmıştır (EFAMA, 2016).

4.5. Fonlararası Borçlanma (Interfund Lending) ve Limitli Kredi (Lines of Credit)

Bu yöntem ile fon portföyündeki varlıkların satılmasından ziyade dışardan sağlanan borçlarla geri alım talepleri karşılanmaktadır. Geri alım taleplerinin önemli derecede arttığı olağandışı durumlarda, portföydeki likit olmayan varlıkların panik

satışlarla adil olmayan fiyattan satılmasının yerine sağlanacak kredilerle geri alım talepleri karşılanmaktadır (Zeng, 2016). Bu durum kriz dönemlerinde geçici çözüm olmasına rağmen fonun hareket kabiliyetini arttıran önemli bir likidite yönetim aracıdır. Alınan kredinin;

- Vadesi ne kadar uzun olursa (aldığı borcu hemen ya da kısa sürede ödeme zorunluluğunun olmaması),
- Tek bir kredi kuruluşu yerine ne kadar farklı kredi kuruluşundan alınırsa (tek bir bankadan limitli kredi alınması, o bankanın da sıkıntıya girmesi durumunda fon yöneticisinin daha da zorlanmasına neden olacaktır.)

fon için o kadar etkili bir likidite yönetim aracı olur. Limitli kredi ve fonlararası borçlanma fon yöneticisine geçici çözümler sunan likidite yönetim araçlarıdır. Fon yöneticisinin portföydeki likit olmayan varlıkları adil olmayan düşük bir fiyattan satılmasını engelleyerek fon yatırımcılarının çıkarlarının korunmasını sağlamaktadır. Bazı portföy yöneticileri çeşitli kredi kuruluşlarından sendikasyon kredisi bile alabilmektedir.

Kriz zamanlarında itfa/geri alım taleplerinin gerçekleştirilmesi için “fonlararası borçlanma” veya “Limitli Kredi” gibi likidite yönetim araçlarının kullanılması riskin finansal sistemin diğer kısımlarına bulaşmasına sebep olabilmektedir. Örneğin, kredinin alınması, bankaların likiditesinin daha da azaltır. Dolayısıyla kriz yıllarında, özellikle büyük fonlarda söz konusu olabilecek büyük itfa talepleri için, mümkün olduğunca bu iki likidite yönetim aracı dışındaki araçlar kullanılmalıdır (FSOC, 2014).

4.6. Fiyat Farklılaştırması

Aşağıdaki iki farklı araç ile fon katılma payı alım ve geri alımları dolayısıyla söz konusu olabilecek likidite riski yönetilmektedir:

4.6.1. Değişken Fiyatlama (Swing Pricing)

Fon katılma paylarının alım ve geri alımları dolayısıyla fon yöneticileri portföy için menkul kıymet alım veya satımı yapabilmektedir. Söz konusu işlemler ile ilgili maliyetler fona yansıtıldığı için fonun Net Varlık Değeri düşmekte ve işlem maliyetleri fondaki bütün yatırımcılardan karşılanmaktadır. Değişken (Swing) fiyatlama ile yüksek tutarda katılma payı alım veya geri alımları dolayısıyla söz konusu olan işlem maliyetleri düzeltilmiş birim pay değeri belirlenerek işlemi gerçekleştirilenlere yansıtılmaktadır. Böylelikle, portföyde kalan diğer yatırımcılar katılma payı alım ve geri alımlarından etkilenmemiş olmaktadır (Allianz Global Investors, 2015).

Değişken (swing) fiyatlama; Tam Değişken Fiyatlama (Full Swing Pricing) ve Kısmi Değişken Fiyatlama (Kısmi Swing Fiyatlama) olarak iki şekilde yapılabilmektedir;

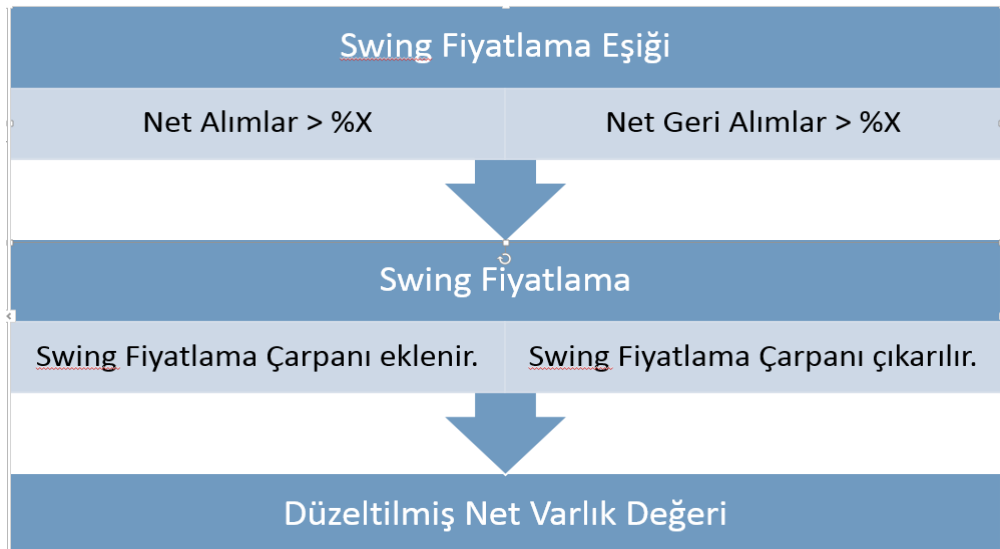
a) *Tam Değişken Fiyatlaması*: işlem günü içerisinde miktarı ne olursa olsun fona net giriş veya çıkış olması durumunda net varlık değerinde düzeltme yapılır.

b) *Kısmi Değişken Fiyatlaması*: Net varlık değerinde düzeltme veya değişken fiyatlamaya ancak fona gerçekleşen nakit akımlarının öncesinde yönetim kurulunca belirlenen eşiği aşması durumunda net varlık değerinde düzeltme yapılmaktadır. Kısmi değişken fiyatlamaya ilişkin örnek hesaplama **Tablo 2**'de yer almaktadır.

Değişken Fiyatlama Eşiği (Swing Pricing Threshold): Net fon katılma payı alım ve geri alım miktarının fondaki diğer yatırımcıları önemli derecede etkileyebileceği seviyedir. Fonun Net Varlık Değeri'nin yüzdesi olarak belirtilir. Bu eşiğin aşılması durumunda swing fiyatlamaya geçilmektedir. Bu eşik fonun yetkili organı tarafından belirlenmektedir. Fonun stratejisi, likiditesi, karşılaştırma ölçütünün belirlediği eşik, normal ve olağandışı zamanlardaki alım ve geri alımların büyüklüğü, oynaklığı sıklığına göre swing fiyatlamaya eşiği farklı oranlarda belirlenebilmektedir.

Değişken Fiyatlama Çarpanı (Swing Pricing Factor): Düzeltilmiş birim pay değerinin hesaplanması için kullanılan çarpandır. Çarpan için azami limit belirlenebilir, ancak her şekilde portföy yöneticilerine azami limiti belirleme görevi verilmemelidir (NICSA, 2016).

Tablo 1: Kısmi Swing Fiyatlamaya Modeli



Tablo 2: Kısmi Değişken (Swing) Fiyatlama Örneği (Birim Pay Değeri:100 TL)		
Fona Gerçekleşen Net Akımlar	Normal Piyasa Koşulları (Eşik: Fon İşlem Hacminin %3'ü) (Değişken Fiyatlama Çarpanı: %0,5)	Olağandışı Piyasa Koşulları (Eşik: Fon İşlem Hacminin %1,5'i) (Değişken Fiyatlama Çarpanı: %1)
Net Fon İşlem Hacminin %1,5'inden azsa	Değişken Fiyatlama uygulanmaz.	Değişken Fiyatlama uygulanmaz. Birim Pay Değeri: 100 TL
Net Fon İşlem Hacminin %1,5'inden fazla, Net Nakit Akımı < %3'ünden azsa	Birim Pay Değeri: 100 TL	Değişken Fiyatlama Uygulanır.
Net Fon İşlem Hacminin %3'ünden fazlaysa	Değişken Fiyatlama Uygulanır. Net Alımlar>Net Geri Alımlar: Birim Pay Değeri: 100,5 TL(+ %0,5) Net Alımlar<Net Geri Alımlar: Birim Pay Değeri: 99,5 TL(- %0,5)	Net Alımlar>Net Geri Alımlar: Birim Pay Değeri: 101 TL(+ %1) Net Alımlar>Net Geri Alımlar: Birim Pay Değeri: 99 TL(- %1)

4.6.1.1. Değişken (Swing Fiyatlama Avantajları

Likidite yönetim araçlarından değişken fiyatlamanın kullanılmasının avantajları aşağıda sıralanmıştır;

- Fon katılma payı alım ve geri alımlarının fonun net varlık değeri üzerindeki sulandırma etkisini azaltması,
- Fon katılma payı sahiplerine daha eşit şekilde davranmayı sağlaması,
- Yapılan yatırım getirilerinin korunması (işlem maliyetlerinin dışsallaştırılması),
- İlk çıkan avantajı (First mover advantage) dolayısıyla söz konusu olabilecek olası geri alım kararlarından yatırımcıları caydırması (Investment Company Institute, 2016:56).

4.6.1.2. Değişken (Swing) Fiyatlama Dezavantajları

Likidite yönetim araçlarından swing fiyatlamanın kullanılmasının dezavantajları aşağıda sıralanmıştır;

- Performans oynaklığını ve takip hatasını artırması,
- Değişken fiyatlamanın katılma payı alım ve geri alım talepleri üzerindeki kesin etkisinin bilinmemesi dolayısıyla söz konusu olan şeffaflık eksikliği,

- Aynı gün içerisinde verilen tüm emirlere katılma payı sahibinin emrinin büyüklüğünün dikkate alınmadan aynı düzeltilmiş net varlık değerinin uygulanması,
- Kamuya açık olmayan yeni türde bilgilerin kamuya uygun şekilde açıklanmaması potansiyeli oluşturması (değişken fiyatlama metodolojisi ve fon akımları bilgileri vb.),
- Büyük kurumsal yatırımcıların büyük alım ve geri alım yapmaları hususunda isteksizlik oluşturması,
- Katılma payı alım ve geri alımları dolayısıyla oluşan işlem maliyetlerin muhasebeleştirmede düzensizlik oluşturması (Investment Company Institute, 2016:56).

4.6.1.3. Değişken Fiyatlamamın uygulanması: AB – ABD

Avrupa’da fonların Tam Değişken Fiyatlama veya Kısmi Değişken Fiyatlama yöntemlerinin ikisini kullanabilmelerine izin verilirken, ABD’de SEC düzenlemesi açık uçlu fonların sadece Kısmi Değişken Fiyatlama yöntemini kullanmalarına izin vermektedir (Blackrock, 2016:38).

Değişken fiyatlama hali hazırda AB’de başarılı bir şekilde uygulanmaya devam edilirken, ABD’de SEC’in yeni düzenlemesi ile değişken fiyatlamamın likidite riski yönetimi için kullanılabilmesine izin verilmekte, ancak zorunlu tutulmamaktadır. ABD’de değişken fiyatlamamın uygulanmasında sıkıntılar yaşatan operasyonel ve yasadışı engeller mevcut olduğu belirtilmektedir (Investment Company Institute, 2016:65). Bu engeller fon yöneticilerinin değişken fiyatlama kullanılması hususunda isteksiz davranmalarına neden olmaktadır. (Engellerden biri: Fona gerçekleşen günlük nakit akımları hakkında bilgilerin zamanında ve doğru elde edilememesi (aracı kurumlar da elde edememekte) ve dolayısıyla fonun düzeltilmiş Net Varlık Değerinin doğru tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır.) Avrupa’da, çoğu fon, operasyon modelleri ve dağıtım altyapıları fonun Net Varlık Değerinin hesaplanmasından önce gün içerisinde fona gerçekleşen akımları neredeyse kesin bir şekilde elde edebilmelerine izin verdiği için değişken fiyatlama Avrupa’da başarılı bir şekilde uygulanmaktadır (Blackrock, 2016:7).

ABD’deki değişken fiyatlama modeli Avrupa’dakine göre daha fazla kısıtlayıcıdır.

4.6.2. Çift Fiyatlama (Redemption fees / Dual Pricing)

Çift fiyatlama, değişken fiyatlama gibi, geri alım ve alım taleplerinin gerçekleştirilmesinden kaynaklı işlem maliyetlerinin fonda kalan diğer yatırımcılardan ziyade geri alımı veya alımı talep edenlerden veya fondan karşılanmasına ilişkin bir diğer mekanizmadır. İşlem maliyetleri belirlendikten sonra, Net Varlık Değerine eklenip katılma payı alım fiyatı, Net Varlık Değerinden düşülüp katılma payı geri alım

fiyatı belirlenir (Blackrock, 2014:6). Dolayısıyla, çift fiyatlandırma yapılmakta ve bu sayede portföyde kalan diğer yatırımcıların yapılan işlemin maliyetine katlanması engellenmiş olmaktadır.

4.7. Serbest fonlar ve Likidite yönetim araçları

Serbest fonlar, diğer yatırım fonlarının aksine ABD'deki likidite mevzuatına tabi değildir, dolayısıyla yatırımcılara açıklananlarla uyumlu olmak şartıyla istedikleri likidite profiline sahip varlıkları portföylerine alabilmektedir. Ayrıca serbest fonlar yatırımcının menfaatini korumak için geri alım taleplerini sınırlayabilmektedir. SEC'ten izin almadan geri alım taleplerini askıya (Suspension of redemption) alabilmekte veya geri alım periyotları (Redemption Gates) oluşturabilmektedir. Yani likidite yönetimi araçlarını rahatlıkla ve serbestçe kullanabilmektedir. Likit olmayan varlıklara yatırım yapan serbest fonlar geri alım taleplerini uzun süreye yayabilmektedir. Örneğin, herhangi bir yatırımcıya veya tüm yatırımcılara katılma paylarının en fazla %25'inin geri alıma tabi olabileceği veya Net Varlık Değerinin asgari %25'i kadar geri alım taleplerini karşılayabileceği gibi sınırlamalar koyabilmektedir. Ancak, bu tür hususların önceden izahname veya başka bilgilendirme dokümanlarıyla yatırımcılara belirtilmesi gerekmektedir (FSOC, 2014).

4.8. BYF'lerin likidite kaynağı olarak yatırım fonu portföyüne alınması

Yatırım fonları için geri alım talepleri nakit ile karşılanırken, BYF katılma payları borsada alınıp satıldığı için, geri alım talepleri nakitle karşılanmamaktadır. BYF katılma paylarının fiyatı borsadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. Borsa fiyatı ile Net Varlık Değerine göre hesaplanmış birim pay değeri arasında farklılık olması durumunda BYF ile Yetkilendirilmiş Katılımcılar kendi aralarında duruma göre katılma payı oluşturup veya geri alıp borsa fiyatı ile birim pay değeri arasında uyumu tekrardan sağlayabilmektedir. Söz konusu işlemler nakit karşılığı değil aynı (in-kind) olarak yapıldığı için BYF'ler likit varlık olarak görülmekte ve kimi yatırım fonlarınca portföylerine likit varlık olarak alınabilmektedir (Blackrock, 2016:29).

SEC, taslak kanunla diğer hususların yanı sıra BYF'lerin likidite aracı olarak değerlendirilip değerlendirmeyeceği hususunu sektörün görüşüne sunmuş bulunmaktadır. Kimileri piyasa likiditesinin ciddi oranda düştüğü kriz zamanlarında Yetkilendirilmiş Katılımcılar'ın, katılma paylarını oluşturmak veya geri almak istemeyebileceğini veya yapamayabileceğini, yani BYF birincil piyasasında aktif rol almak istemeyebileceklerini, bu durumda katılma paylarının fiyatının Net Varlık Değerine göre oluşan birim pay değerinden farklılaşabileceğini belirtmektedir (Blackrock, 2016:36). 2008 Finansal Krizi ve Aralık 2015'teki yüksek getirili tahvillerdeki satış dalgasında bile BYF katılma paylarının alım satımı, borsa fiyatı birim pay değerinden düşük de olsa gerçekleşebilmiştir. BYF katılma payları da pay senedi

gibi borsada işlem görmektedir. Piyasada krizlerin yaşandığı dönemlerde nasıl ki şirket paylarının piyasa fiyatı düşebiliyorsa, BYF katılma paylarının değeri de düşebilmektedir. Bu durumda Yetkilendirilmiş Katılımcılar birim pay değeri ile uyumu sağlamak istemeyebilmektedir.

4.9. Likidite yönetiminde fonun Yetkili Organının görevleri ve sorumlulukları

Fonun Yetkili Organının, yatırım fonlarının likidite yönetiminde gözetim görevi bulunmalıdır, ancak fonun günlük yönetim işlemleri yetkili organın sorumlulukları arasında değildir. Gözetim görevi ile yönetim görevi birbirleriyle karıştırılmamalıdır. Fon yetkili organının fon portföyündeki varlıkların likidite sınıflandırmasını yapmak veya asgari olarak fon portföyünde tutulması gereken likit varlıkların oranını belirlemek gibi görevleri yoktur, bu görev risk yönetim birimine aittir. Yetkili organın temel bazı görevleri aşağıda sıralanmıştır;

- a) Likidite risk yönetim programının onaylanması,
- b) Likidite risk yönetim programındaki değişikliklerin onaylanması,
- c) Programın uygulmasına ilişkin asgari yılda bir kez hazırlanan raporun gözden geçirilmesi.

4.10. Yatırım fonları için Likidite Risk Yönetimi ilkeleri

Yatırım fonları için likidite risk yönetim ilkeleri 4 başlık altında incelenmiş olup, aşağıda ayrıntılar yer verilmektedir;

4.10.1. Fonun Likidite Riskini Değerlendirilirken Dikkat Edilmesi Gereken Faktörler

Yatırım fonu likidite riski değerlendirilirken aşağıdaki faktörlere dikkat edilmelidir;

- Kısa ve uzun dönem nakit akım projeksiyonları
 - Geçmişte, normal ve stresli koşullar altında gerçekleştirilen katılma payı alım ve geri alımların sayısı, sıklığı, oynaklığı,
 - Fonun geri alım politikaları,
 - Fonun mülkiyet yapısı,
 - Fonun dağıtım kanalları,
 - Fonun kısa ve uzun dönem nakit projeksiyonlarının doğruluk derecesi,
- Fonun yatırım stratejisi ve portföy varlıklarının likiditesi,
- Yatırım amacıyla borç veya türev araç kullanılıp kullanılmadığı,
- Portföyde tutulan nakit ve nakit benzerlerinin oranı.

4.10.2. Fonun Likidite Riski Değerlendirilirken Yapılması Gereken Analizler

Yatırım fonlarının likidite riski değerlendirilirken aşağıdaki analizler yapılmalıdır;

- Portföy likiditesinin karşılaştırma ölçütü likiditesi ile karşılaştırılması,
- Likidite karşılama oranlarının hesaplanması (fonun geçmiş verilerine bakıp - gerçekleşen en büyük geri alım talepleri baz alınarak- fonun günlük veya haftalık geri alım taleplerini karşılayabilecek likiditesinin olup olmadığına ilişkin hesaplamalar.),
- Çeşitli tutarlarda nakdin, portföyün varlıklarının satılarak ne kadar sürede elde edildiğinin hesaplanması (ICI, 2015:9).

Önemli etkisi olabilecek olaylar belirleyip stres testlerinin uygulanması (yüksek geri alım talepleri, faiz oranlarındaki ve kredi kalitesinde değişiklik, fiyat marjının genişlemesi, makroekonomik krizler vb.).

4.10.3. Portföy varlıklarının likidite sınıflandırmasında dikkat edilmesi gereken faktörler

Fon portföy varlıklarının likidite sınıflandırılmasında dikkat edilmesi gereken faktörler aşağıda sıralanmıştır;

- Varlığın aktif bir piyasasının olup olmadığı, borsada işlem görüp görmediği, piyasa katılımcılarının sayısı, çeşitliliği ve kalitesi,
- Varlığın ortalama günlük ticaret hacmi,
- Varlığın piyasa fiyatının oynaklığı,
- Varlığın fiyat marjı (Bid – Ask Spread),
- Varlığın yapısının standart ve basit olup olmadığı,
- Sabit getirili menkul kıymetler için, menkul kıymetin ihraç tarihi ve vadesi,
- Varlığın alım satımına veya varlığın transferine ilişkin sınırlamaların olup olmadığı,
- Varlığın günlük ticaret hacmi ile fonun varlıktaki pozisyonun karşılaştırılması,
- Varlığın diğer portföy varlıklarıyla ilişkisinin olup olmadığı (ICI, 2015:7).

4.10.4. Fonun likiditesinin değerlendirilmesinde yatırımcı kitlesinin analizi

Yatırım fonu likiditesi değerlendirilirken yatırımcı kitlesinin analiz edilmelidir. Analiz edilirken aşağıdaki hususlar dikkate alınmalıdır;

- Uzun dönem yatırım perspektifine sahip olan yatırımcı tabanın yüzdesi (Örneğin; emeklilik planlarındaki yatırımcılar),
- Yatırımcı tabanın yoğunlaşması (yatırımcı kitlesi ne kadar az yoğunlaşırsa büyük toplu geri alımların olması riski o kadar azalır.),
- Yatırımcı tabanındaki çeşitlilik (fon yatırımcılarının finansal hedefleri, yatırım dönemleri, risk toleransları ne kadar farklı olursa o kadar büyük toplu geri alımların olması riski düşük olur.),
- Yatırımcıların fon katılma paylarını alma şekli (direk PYŞ’den mi, aracı kuruluştan mı veya ikisinin kompozisyonu mu?) (ICI, 2015:9).

4.11. Ülke Örnekleri ve Düzenleyici Otoritelerin Rolü

ABD’de SEC 2015 yılında sektör görüşüne sunduğu “Açık Uçlu Fonlarda Likidite Risk Yönetim Programları, Swing Fiyatlama” başlıklı taslak düzenleme ile açık uçlu fonların ve BYF’lerin her birinin “Likidite Riski Yönetim Programı”na sahip olmasını zorunlu kılmıştır. Avrupa’da ise UCITS ve AIFs fonlarının her birinin etkili bir “Likidite Risk Yönetim Sistemi’nin olması, likidite riskine ilişkin prosedürlerin hazırlanması gerektiği, likidite risk yönetiminin genel risk yönetiminin bir parçası olduğu belirtilip, PYŞ’nin risk yönetim politika ve prosedürlerini (Likidite riski dahil) yazılı hale getirip uygulaması zorunlu hale getirilmektedir.

Investment Company Institute ve portföy yönetim şirketleri Likidite Risk Yönetim Programı’nın ilke bazlı ve risk bazlı olması gerektiği, SEC’in düzenlemesinde yer alan asgari üç günlük geri alımları karşılayacak likit varlıkların fonda bulundurulması (three-day liquid asset minimum) ve fon varlıklarının likidite yönünden 6 sınıfa ayrılması (six bucket liquidity classification) gibi spesifik ve sıkı unsurları içeren program şeklinde olmaması gerektiği savunulmaktadır.

AB düzenlemesi ilke ve risk bazlıyken, SEC’in sektör görüşüne sunduğu taslak düzenlemenin daha sıkı ve müdahaleci olduğu görülmektedir.

V. SEC’İN TASLAK KANUNU

Dünyada, fonlarda likidite risk yönetimine ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda, Securities and Exchange Commission (SEC) 2015 yılında özellikle açık uçlu fonlar (open-end fund) ve açık uçlu BYF’ler için olmak üzere yatırım fonları için etkili bir risk yönetimi için geniş kapsamlı “Açık Uçlu Fonlarda Likidite Risk Yönetim Programları, Swing Fiyatlama” başlıklı taslak kanunu (proposal) yayınlamıştır. Düzenleme fonların geri alım taleplerini karşılayamama riskini azaltma ve geri alım ve alım işlemlerinin fon katılma payı sahipleri üzerindeki maliyetleri veya sulandırma etkisini asgari seviyeye indirmek amacıyla yapılmıştır.

Taslak düzenleme her fonun yazılı Likidite Risk Yönetim Programı hazırlamasını ve Fon Kurulunca onaylanıp uygulanmasını zorunlu hale getirmektedir.

Söz konusu “likidite risk yönetim programı” dört başlık altında incelenebilir:

1) Fon portföyündeki varlıkların likiditesinin sınıflandırılması

Buna göre fon portföyüne dahil edilen varlıklar portföydeki likidite pozisyonlarına göre altı likidite kategorisine sınıflandırılıyor:

- 1 işgünü içinde nakde çevrilebilen varlıklar,
- 2-3 işgünü içinde nakde çevrilebilen varlıklar,
- 4-7 takvim günü içinde nakde çevrilebilen varlıklar,
- 8-15 takvim günü içinde nakde çevrilebilen varlıklar,
- 16-30 takvim günü içinde nakde çevrilebilen varlıklar,
- 30 takvim gününden fazla bir süre içinde nakde çevrilebilen varlıklar.

Düzenleme ile her fonun, portföy varlıklarının likidite sınıflandırmasını sürekli olarak gözden geçirmesi zorunlu hale getirilmiştir.

Bu şekilde bir sınıflandırma ile fon portföyünün likidite dengesinin sağlanması için hangi likidite derecesine sahip varlıkların portföye dahil edilebileceği ya da portföyden hangi varlıkların çıkarılabileceği belirlenebilmektedir. Her bir fonun, portföyündeki varlıkların likiditesinin yukarıdaki şekilde sınıflara ayrıldığı Form N-PORT formunun kamuya açıklanması; hem fonların likidite riskinin takip edilebilmesini, hem de yatırımcıların daha sağlıklı bir şekilde yatırım kararları verebilmesini sağlamaktadır. Ancak bu yöntemin işlerliğinin sağlanabilmesi için portföydeki varlıkların nakde çevrilme sürelerine ilişkin yeterli düzeyde piyasa verilerinin mevcut olması gerekir. Fonların bireysel niteliklerinden dolayı da her fonun aynı varlığı nakde çevirebilme süresi aynı olmayacaktır.

Yukarıdaki gibi bir sınıflandırma yapılırken, portföydeki varlıkların likiditesi, her bir varlığın bir nüshasının nakde çevrilme süresi temel alınarak yapılacaktır. Ancak aynı türdeki varlıkların bir nüshasının nakde çevrilme süresi ile toplu halde nakde çevrilme süresi birbirinden farklı olabilir.

Portföydeki varlıkların likidite sınıflandırmasına tabi tutulması fonların katılma payı geri alım taleplerini karşılaması için öncelikle hangi varlıkların satımına yönelecekleri konusunda kolaylık sağlamaktadır.

Bu düzenlemeye ilişkin eleştiriler 3 başlık altında değerlendirilmiştir;

Eleştiri 1: Fon varlıklarının likidite yönünden 6 sınıfa ayrılmasının subjektif olacağı, likidite sınıflandırmasının kim tarafından hangi kriterlere göre yapılacağı

belli olmadığı, SEC'in sınıflandırmanın nasıl yapılacağı hususunda prosedür hazırlaması gerektiği belirtilmektedir. (Vanguard, 2016:9)

Eleştiri 2: Tek kalıp yaklaşımı niteliğinde olması ve tüm fonlara aynı kalıbın giydirilmesinin uygun olmayacağı, fonların karşılaştırılmasında yatırımcıları yanlış anlamalara yönlendirebileceği, fonlar arasındaki korelasyonun artmasına sebep olacağı ve yeni risklerin oluşumuna neden olacağı belirtilmektedir (Investment Company Institute, 2016:18).

Eleştiri 3: Fon portföyünün likiditesine ilişkin yapılacak sınıflandırma için "likidite derecelendirme kuruluşlarına" ihtiyaç olacağı, ancak kredi derecelendirme kuruluşlarına ilişkin 2008 Finansal Krizinde oluşan güven probleminin likidite derecelendirme kuruluşları için de söz konusu olabileceği belirtilmektedir (Investment Company Institute, 2016:18).

Bu düzenlemeye ilişkin öneriler 2 başlık altında değerlendirilmiştir;

Öneri 1: Sadece sabit getirili fonlara uygulanması, hisse senedi fonlarına uygulanmaması gerektiği belirtilmektedir.

Öneri 2: 6 çeşit sınıflandırma yerine;

- i. Oldukça likit varlıklar
- ii. Likit olmayan varlıklar
- iii. Likit varlıklar

şeklinde sınıflandırma yapılmasının daha uygun olacağı belirtilmektedir. (Vanguard, 2016:13)

2) Fonların Likidite Riskinin Değerlendirilmesi, Periyodik İncelenmesi ve Yönetimi

Düzenleme, her fonun periyodik olarak likidite riskini değerlendirmesini zorunlu kılmaktadır. "Normal ya da stresli koşullar altında fonun net varlık değerini önemli düzeyde etkilemeden fonun beklenen geri alım taleplerini karşılayamama riski" olarak tanımlanan likidite riskinin kontrol altına alınması açısından SEC, fon portföyüne alınacak likit olmayan varlıklara ilişkin sınırı %15 olarak belirlemiştir.

SEC düzenlemesinde, sadece likidite riskinin gözden geçirilmesinin ve değerlendirilmesinin periyodik olarak yapılması gerektiği belirtilmiştir. Gözden geçirmenin ve değerlendirmenin ayrıntısına yer verilmemiş olup, ne zaman ve nasıl yapılacağı gibi ayrıntılara fonun kendisinin prosedürlerde yer vermesi gerekmektedir.

3) Minimum Üç Günlük Likit Varlık Belirlenmesi:

Düzenlemeye göre her fon, portföyünde nakit ve üç işgünü içerisinde satış öncesi değerini kayda değer şekilde etkilemeden nakde dönüştürebileceği varlıklar (Nakit benzerleri) için asgari bir oran belirlemelidir. Bu oran fonun net varlık değerinin ne

kadarının nakit ve nakit benzerlerine yatırılması gerektiği ile ilgili olmakla beraber fon “Minimum Üç Günlük Likit Varlık” oranının belirlenmesine ilişkin hususları yazı hale getirmesi ve fonun yetkili organının onayına sunulması ve kamuoyuna açıklanması gerekmektedir.

SEC, düzenleme ile fonların gelecekteki katılma payı alım ve geri alımların projeksiyonlarını yapmalarını teşvik etmiş olacaktır. Her fonun minimum üç günlük likit varlık oranının sıfırdan büyük olması beklenmekte, aynı stratejiye sahip fonlarda bile bu oranın farklı olabileceği, fon yöneticilerinin nakit ve nakit benzerleri dışında bazı çeşitli varlıkları (Örneğin, BYF katılma payları) nakit ve nakit benzeri olarak değerlendirebileceği, fonun Minimum Üç Günlük Likit Varlık oranını belirlemek için stres testleri uygulayabileceği belirtilmektedir.

Etkili likidite risk yönetimi için periyodik olarak Minimum Üç Günlük Likit Varlık oranının gözden geçirilmesi gerekmekte olup, bu süre 6 ayı geçmemeli, daha kısa sürelerle de gözden geçirilmesi gerektiği belirtilmektedir.

Yine aynı düzenlemeye göre, fon portföyüne alınabilecek likit olmayan varlıkların (standart varlık) oranının %15’i geçmemesi gerekmektedir. %15 oranına dahil olan likit olmayan varlıklar 7 gün içerisinde uygun bir değerle nakde dönüştürülemeyen varlıklardır. Hangi varlıkların bu gruba dahil olabileceği fondan fona değişebilecektir. Kimi fonlar bazı varlıkları 7 gün içerisinde değerinde kayda değer değişiklik olmadan nakde çevirebilirken kimi fonlar daha uzun bir sürede nakde çevirebilmektedir.

Bu düzenlemeye ilişkin eleştir ve öneriler aşağıda yer almaktadır:

Eleştiri: Fonun portföy yönetimini olumsuz etkileme durumu, fonun endeks takip etmesini veya karşılaştırma ölçütü ile uyumlu olmasını zorlaştırması.

Öneri: Bunun yerine fonun fon geri alım taleplerini en iyi sağlamasını sağlayacak politika ve prosedürlerin oluşturulması.

4) Kurul Onayı ve İnceleme:

Fonun yetkili organının, bağımsız yöneticilerinin çoğunluğu dahil olmak üzere, fonun minimum üç günlük likit varlık oranı dahil fonun Likidite Riski Yönetimi Programını onaylaması gereklidir. Yetkili organ, ayrıca programın yeterliliğini ve verimliliğini incelemek için en az yılda bir kez hazırlanan yazılı raporu inceleyip onaylaması gerekmektedir.

Yönetim Kurulu kuruluş veya kişi/leri Likidite Riski Yönetimi Programının yönetimi için atayabilir. Kurul fonun yatırım danışmanını (portföy yöneticini değil) Program Yöneticisi olarak atanabilmektedir.

5.1. Kamuyu Aydınlatma ve Raporlama

SEC düzenlemesi, aşağıda içeriğine özet şeklinde yer verilen Form N-1A, Form N-PORT ve Form N-CEN formlarının kamuya açıklanmasını gerektirmektedir.

Form N-1A: Geri alımlara ilişkin politika ve prosedürlere ilişkin açıklamalar, geri alımlarda herhangi bir sınırlamanın olup olmadığı, geri alım taleplerini karşılamak için kullanılan metotlar (Portföy varlıklarının satılması, tutulan nakit, Limitli kredi, fonlararası borçlanma vb.) geri alım taleplerinin kaç günde gerçekleştirileceği, swing fiyatlama ile ilgili ayrıntıların kamuya açıklanması gerekmektedir.

Form N-PORT: Her fon için portföydeki varlık bazında yapılan likidite sınıflandırılmasını, Minimum Üç Günlük Likit Varlık oranını, fonun likit olmayan Portföy varlıklarının oranını (%15 sınırına uyup uymadığı) içeren formun aylık olarak hazırlanıp SEC'e gönderilmesi ve 3 ayda bir kamuya açıklanması gerekmektedir.

Form N-CEN: Yapılan fonlararası borçlanma, Limitli Kredi (Lines of Credit) sözleşmeleri ve swing fiyatlama ile ilgili bilgilerin kamuya açıklanması gerekmektedir. Herhangi bir kredi kuruluşu ile "Limitli Kredi" sözleşmesi imzalanıp imzalanmadığı, kredinin büyüklüğü, PYŞ yönetimindeki başka fonlar için Limitli Kredi alınıp alınmadığı gibi bilgilere yer verilmesi gerekmektedir.

Form N-PORT formunun kamuya açıklanmasına ilişkin eleştiriye aşağıda yer verilmektedir;

Eleştiri: Likidite sınıflandırılmasının kamuoyuna açıklanması, fon yöneticilerinin fonda daha fazla likit varlık buldurmaya yönlendireceği için kimi fonların getiri oranlarında düşüş yaşanacağı, fonların riskli yatırımlara ilişkin iştahında azalma olacağı için KOBİ gibi şirketlere yönelik yatırımlarda azalma olacağı belirtilmektedir (Vanguard, 2016:18).

5.2. Avrupa Mevzuatındaki Hükümler

UCITS fonlarının belirli istatistikleri düzenleyici otoriteye iletmesi zorunlu kılınmıştır. AIFMD düzenlemesi ile ise hem düzenleyici otoriteye hem de yatırımcılara Alternatif Yatırım Fonlarının (AIFs) likidite risk yönetimi ile ilgili belirli bilgileri açıklaması zorunlu kılınmıştır. UCITS kapsamına girmeyen serbest fonlar, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları gibi fonların hepsi alternatif yatırım fonu gibi olarak değerlendirilmekte olup, AIFM direktifi ile düzenlenmektedir.

Alternatif yatırım fonu yöneticisi (AIFM) yönettiği her bir AIF için uygun bir likidite yönetim sistemi oluşturmalı, likidite riskinin yönetimine ilişkin prosedürleri hazırlamalı, likidite profilinin yatırım stratejisi ve geri alım politikası uyumlu olduğunu ve yükümlülüklerini karşılayabilecek düzeyde olduğunu göstermeli, likidite durumunun

kontrolü için düzenli olarak stres testleri yapmalı, normal ve olağandışı koşullarda kullanabileceği likidite yönetim araçlarını belirlemelidir.

AIFM, yatırımcılar AIF fonlarına yatırım yapmadan önce fonların likidite risk yönetimi, normal ve stresli durumlardaki geri alımlar ve mevcut durumda gerçekleştirilen geri alımlarla ilgili bilgileri yatırımcılara açıklaması, ayrıca periyodik olarak aşağıdaki bilgileri de yatırımcılara aktarması gerekmektedir;

- Likit olmamaları dolayısıyla özel düzenlemelere tabi olan AIFs varlıklarının oranı,
- AIF fonun likidite yönetimi için yapılan yeni düzenlemeler (prosedürler yılda bir gözden geçirilmelidir.),
- AIF fonun mevcut risk profili, AIFM tarafından bu riskin yönetimi için oluşturulan risk yönetim sistemi (ICI, 2015:6).

AIFMD yatırımları ve likidite yönetimi ile ilgili aşağıdaki bilgileri ilgili düzenleyici otoriteye raporlamakla yükümlü tutulmuştur;

- Likit olmamaları dolayısıyla özel düzenlemelere tabi olan AIFs varlıklarının oranı,
- AIF fonun likidite yönetimi için yapılan yeni çalışmalar/işlemler,
- AIF fonun mevcut risk profili, AIFM tarafından bu riskin yönetimi için oluşturulan risk yönetim sistemi,
- AIF fonun yatırım yaptığı temel varlık kategorileri hakkında bilgiler,
- Yapılan stres testlerinin sonuçlarına ilişkin bilgiler
- Olağan ve olağandışı koşullarda söz konusu olabilecek geri alım taleplerinin ne kadar sürede ve nasıl karşılandığına ilişkin bilgiler,
- Portföy likiditesini değerlendirebilmek için portföyünün % kaçını;
 - 1 gün
 - 2-7 gün
 - 8-30 gün
 - 31-90 gün
 - 91-180 gün
 - 181-365 gün
 - 365 günden daha fazla gün

çinde nakde çevirebileceğine ilişkin bilgiler (ICI, 2015:7).

5.3. IOSCO Likidite Risk Yönetim İlkeleri

Board of The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2013 yılında “Kolektif Yatırım Kuruluşları için Likidite Risk Yönetim İlkeleri” başlıklı bir rapor yayımlamış ve konu hakkında sektörün ve düzenleyici otoritelerin görüşleri talep edilmiştir. Raporda belirtilen kolektif yatırım kuruluşlarına yönelik likidite risk yönetim ilkeleri aşağıda yer almaktadır:

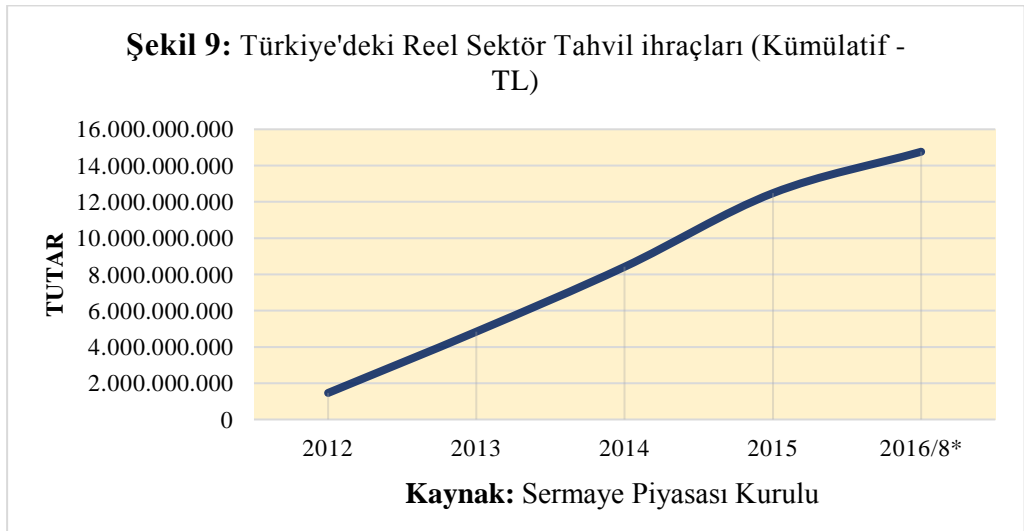
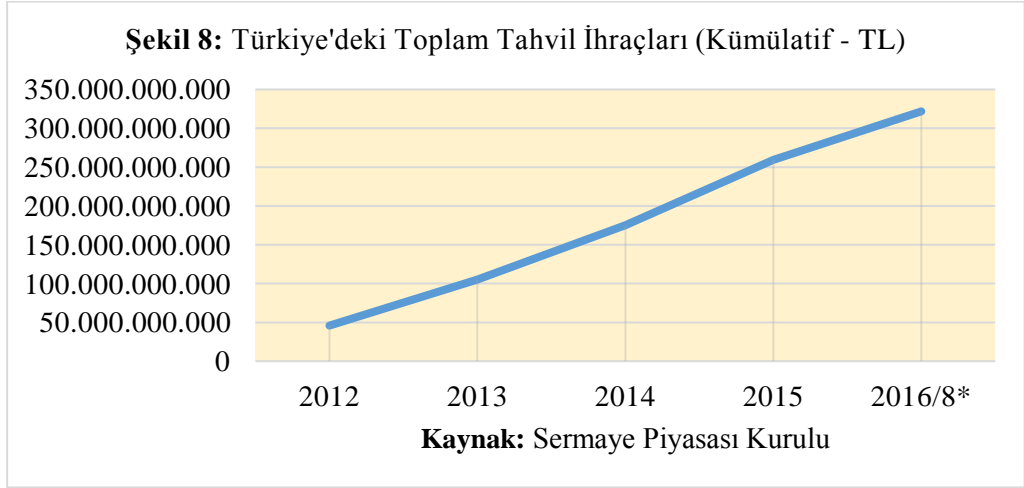
- Yetkili kuruluş verimli bir likidite risk yönetim süreci oluşturmalı, bu süreç genel risk yönetim sürecinin temel parçalarından olmalı, bu süreç çeşitli piyasa koşullarında fonun geri alımları ve diğer yükümlükleri karşılayabilecek nitelikte olmalı, süreç güçlü ve etkili yönetimle desteklenmelidir.
- Yetkili kuruluş fonun katılma payı geri alım talepleri ve diğer yükümlülükleri ile oranlı uygun likidite eşikleri oluşturmalı, yatırımcıların geri alımlar ile ilgili algılarını analiz etmelidir.
- Fonun yatırım amacıyla uyumlu olmak üzere yetkili kuruluş katılma payları için uygun bir işlem sıklığı belirlemelidir.
- Yetkili kuruluş, fonun ilgili dokümanlarında, katılma payı sahiplerinin yararı için geri alım taleplerini sınırlayan hangi spesifik likidite yönetim araçlarının kullanılabilmesine ilişkin ayrıntılara yer verilmelidir.
- Yetkili kuruluş kullandığı dağıtım kanallarını dikkate alarak likidite koşullarını sağlamalıdır.
- Yetkili kuruluş etkili bir likidite risk yönetimi için yeterli düzeyde bilgiye erişiminin olduğunu veya sahip olduğunu, geçmişe dönük kayıtlar tuttuğunu temin etmelidir.
- Yetkili kuruluş, fon yatırımcılarına likidite riski ve likidite risk yönetim süreci ile ilgili bilgileri ve olağan ve olağandışı durumlarda likiditeyi nasıl yönettiğini, geri alım taleplerinin nasıl karşılanacağına ilişkin açıklamalar yapmalıdır.
- Yetkili kuruluş düzenli olarak likidite riskinin diğer risklerle bağlantısının olup olmadığını da dikkate alarak portföyde tutulan varlıkların likiditesini değerlendirmelidir.
- Yetkili kuruluş yatırım kararları alırken likidite yönetimini de dikkate almalıdır.
- Likidite risk yönetim süreci yetkili kuruluşun karşılaşılabileceği olağandışı likidite açıklarını öncesinden tahmin edilebilmesini sağlayacak şekilde olmalıdır.
- Yetkili kuruluş, fonların likidite durumunu çeşitli senaryolar, olağandışı koşullar dahil, altında değerlendirmeli, stres testleri uygulamalıdır.

VI. TÜRKİYE'DEKİ TAHVİL PİYASASI VE YATIRIM FONLARININ LİKİDİTE DURUMU

Türkiye'deki finans sisteminde bankacılık sektörü hakim olup, sermaye piyasaları, özellikle de kurumsal yatırımcıların büyüklüğü henüz istenilen seviyeye ulaşmamıştır. Son dönemde dünyadaki gelişmelere paralel olarak Türkiye'de de sermaye piyasalarının daha da gelişmesi için çeşitli düzenlemeler yapılmaktadır. Daha öncesinde de bahsedildiği üzere, 2008 Finansal Krizi sonrası bankacılık kesimine ilişkin

yoğun ve sıkı düzenlemeler ve uygulanan para politikaları (Parasal genişleme, düşük getiri ortamı) finansman ihtiyacı olanların ve yatırımcıların sermaye piyasalarına yönelmesini sağlamıştır.

Özellikle düşük getiri ortamı, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de tahvil piyasasının hem arz hem de talep tarafında önemli değişikliklerin olmasına sebep olmuştur. Tahvil ihraçlarında (Finansman ihtiyacı için tahvil arz edenler) **Şekil 8** ve **9**’da görüldüğü üzere, özellikle ÖST ihracında, önemli artışlar yaşanırken, talep tarafında ise **Tablo 3**’te görüldüğü üzere yatırım ve emeklilik fonlarının yoğunluğunun arttığı görülmektedir. Eylül 2016 tarihi itibarıyla Türkiye’de ihraç edilen ÖST’lerin neredeyse %50’sinin sadece yatırım fonlarınca elde tutulduğu anlaşılmaktadır.



Dünyada bir çok ülke örneğinde olduğu gibi Türkiye’de de özel sektör tahvil piyasasının birincil piyasasında ihraçlar artarak devam ederken, ikincil piyasasında işlem hacimleri düşmekte ve likidite probleminin yaşanma ihtimali yükselmektedir. Likiditenin düşük olması ÖST ikincil piyasasının olumsuz haberlerden ve olağandışı

olaylardan negatif etkilenme riskini artırmaktadır. ÖST piyasasındaki likidite riski herhangi bir kriz durumunda, portföylerinin yaklaşık %50'si ÖST'lerden oluşan yatırım fonları sektöründe fon katılma payı geri alım taleplerinin karşılanamaması riskini doğurmaktadır.

Tablo 3: Yatırım ve Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımları						
Tarih	Kamu Borçlanma Araçları		Özel Sektör Borçlanma Araçları		Diğer*	
	Yatırım Fonları	Emeklilik Yatırım Fonları	Yatırım Fonları	Emeklilik Yatırım Fonları	Yatırım Fonları	Emeklilik Yatırım Fonları
31.12.2010	28,74	58,08			5,49	16,58
29.12.2011	23,13	60,73			17,07	14,42
31.12.2012	20,03	57,89			28,45	16,53
31.12.2013	16,97	59,00			36,50	18,17
31.12.2014	11,10	57,09			49,79	21,09
31.12.2015	13,31	48,67	47,45	9,69	8,21	11,74
01.09.2016	15,24	53,60	48,00	10,30	8,15	11,50

* 2014 yılına kadar, ÖST ihraçları "Diğer" grubunda gösterilmekteydi.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

6.1. Türkiye'de son dönemlerde özel sektör borçlanma araçlarında gerçekleşen temerrütler

Tablo 4'te temerrüde düşen tahvillere ilişkin özet bilgiye yer verilmiştir. Buna göre, Aynes Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin temerrüde düşen tahvillerinin ihraç tutarı 100 Milyon TL, G.Ç.S. Metal Çatı İzolasyon Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin 35 Milyon TL, Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.'nin ise 32 Milyon TL değerindedir. Ancak 2015 yılında ihraç edilen söz konusu tahviller, sadece 2015 yılında ihracı gerçekleştirilen tahvillerin tutarına oranlandığında (167 Milyon TL/4 Milyar TL = 0,04) %4 gibi çok düşük bir oran çıkmaktadır. Ayrıca anılan şirketlerin de tahvilden doğan ödemelerinde zorluk yaşamış olmalarına rağmen temerrüt sonrası borcu yeniden yapılandırmaya yönelik çalışmaları söz konusu tahvilleri elinde bulunduran fonların anılan durumdan sınırlı düzeyde etkilenmesini sağlamıştır.

Bu gelişme sonrasında ise yatırımcıların korunması amacıyla SPK tarafından Kasım 2015'te borçlanma araçlarına ilişkin bir tebliğ taslağı yayımlanmıştır. Taslakta, tahvil ihraç eden şirketlere derecelendirme notu alma zorunluluğu getirilmekte ve derecelendirme notu en yüksek 3 notun altında kalan şirketlere banka teminatı alma şartı getirilmektedir. Ayrıca söz konusu taslakla yalnızca bankalara tanınmış olan, ihraç edilmiş borçlanma araçlarının ikinci el piyasada geri alınması imkanı tüm

ihraççılara tanınmıştır. Söz konusu taslak işbu rapor tarihi itibariyle henüz yürürlüğe konulmamıştır.

Tablo 4: Türkiye Borçlanma Araçları Piyasasındaki Temerrütler				
Şirket	Türü	İhraç Tutarı (TL)	İtfa Tutarı (TL)	Faiz Oranı (%)
G.Ç.S. Metal Çatı İzolasyon Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Bono	35.000.000	0	12,50
Aynes Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Tahvil	20.000.000	0	12,94
Aynes Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Tahvil	30.000.000	0	13,03
Aynes Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Tahvil	50.000.000	0	14,00
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş.	Tahvil	32.000.000	0	12,61
Egeli & Co Yatırım Holding A.Ş.	Bono	2.450.000	2.450.000	14,25

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

6.2. Türkiye’de Likidite Riski Yönetimine İlişkin Düzenleme Gerekliliği

Özel sektör tahvil piyasasında giderek artan ihraçlar (Bknz. Şekil 8), ÖST ikincil piyasasına ilişkin likidite endişeleri, ihraç edilen ÖST’lerin Eylül 2016 itibariyle yaklaşık %50’sinin yatırım fonları portföylerinde yer aldığı dikkate alındığında yatırım fonları açısından likidite risk yönetiminin ne kadar önemli olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut durumda yatırım fonlarının likidite risk yönetimine ilişkin olarak III-52.1 sayılı yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin (Tebliğ) 14’üncü maddesinin yedinci fıkrasında *savaş, doğal afetler, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, portföydeki varlıkların ilgili olduğu pazarın, piyasanın, platformun kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar, şirketin mali durumunu etkileyebilecek önemli bir bilginin ortaya çıkması gibi olağanüstü durumların meydana gelmesi halinde SPK tarafından uygun görülmesi halinde, katılma paylarının birim pay değerlerinin hesaplanmayabileceği ve katılma paylarının alım satımının durdurulabileceği* hükmü yer almaktadır. SPK’nın olağanüstü durumlarda (2001 Bankacılık Krizi, 2008 Finansal Krizi, 15 Temmuz Darbe Girişimi vb.) yanlış fiyatlama ve değerlemelere karşı yatırımcıları korumak için geri alımları tek bir fon bazında veya tüm yatırım fonları için askıya alabilme yetkisi bulunmaktadır. Mevcut düzenleme ile belirli durumlarda ve SPK’dan izin almak şartıyla fon yöneticilerinin likidite yönetim araçlarından “Geri Alımların Askıya Alınması” aracını kullanabilmelerine izin verilmiş olup, likidite riski yönetimine ve raporda ayrıntılarına yer verilen diğer likidite yönetim araçlarına ilişkin ilave bir düzenleme bulunmamaktadır.

Ayrıca, SPK tarafından 20.06.2014 yılında ilke kararı olarak yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber’de (Rehber) ise PYS’lerin yönetimlerindeki yatırım fonu portföyleri için fonların yatırım stratejileri ile yatırım yapılan varlıkların yapısına

ve risk düzeyine uygun bir risk yönetim sistemi oluşturması ve buna ilişkin risk yönetim prosedürlerini yazılı hale getirmesi zorunlu kılmiştir. Risk yönetim sisteminin yönetilen fonların maruz kalabileceği temel risklerin tanımlanmasını, risk tanımlamalarının düzenli olarak gözden geçirilmesini ve önemli gelişmelere paralel olarak güncellenmesini ve maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesini, tespitini, ölçümünü ve kontrolünü içeren bir risk ölçüm mekanizmasının oluşturulmasını içermesi gerektiği düzenlenmiş olmakla birlikte, likidite riskini ne şekilde yönetileceği PYŞ risk yönetim biriminin inisiyatifine bırakılmıştır.

Bu kapsamda, likidite riski yönetiminin daha sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilebilmesini teminen AB ve ABD olduğu gibi SPK tarafından da yatırım fonları için Likidite Risk Yönetim Programı'na (Raporda ayrıntılarına yer verilmiştir.) ilişkin olarak ilke bazlı bir hukuki çerçeve belirlenmesinin, yatırım fonlarının bu programı oluşturmasının zorunlu tutulmasının, programın uygulanmasına ilişkin sorumlulukların ve fonlar tarafından hazırlanacak prosedürlerin kapsamının belirlenmesinin, kullanılacak likidite risk yönetim araçları (Raporda ayrıntılarına yer verilmiştir.) ile ilgili ayrıntılara yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Öte yandan, Rehber ile yatırım fonlarının Risk Değerinin hesaplama esasları düzenlenmiştir. Ayrıca fonlar tarafından hazırlanan ve yatırımcılara sunulan "yatırımcı bilgi formunda" risk değerine yer verilmekte olup, belirlenen risk değeri yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemektedir. Anılan hesaplama yöntemi ile sadece piyasa riskinin esas alındığı, ancak ÖST'lerin piyasa riski dışında kredi ve likidite risklerine de maruz kaldığı dikkate alındığında yatırımcıların konu hakkında sağlıklı bir şekilde bilgilendirilmesini teminen söz konusu hesaplama yönteminin de gözden geçirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

VII. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

2008 krizi sonrası yapılan düzenlemeler ve merkez bankalarının bu süreçteki politikaları dolayısıyla oluşan düşük getiri ortamı ve beraberinde yüksek tutarda tahvil ihraçlarının (özellikle ÖST) yapılmasını sağlamıştır. Merkez bankalarının parasal genişleme kapsamında yatırım yapılabilir seviyeye sahip yüksek kaliteye sahip tahvilleri (high quality bonds) bilançolarına almaları (varlık alım programları), likit ve kaliteli tahvil arzında ciddi bir azalış yaşanmasını, bu durum ise yatırımcıların özel sektör tahvillerine yönelmesini beraberinde getirmiştir. Yüksek getirili varlık sınıfında olan ÖST'lerin likiditelerinin göreceli olarak düşük olması, standart olmaması, tahvil piyasasındaki yapı değişikliği nedeniyle ikincil piyasasının işlem hacminde ciddi düşüş olmasına neden olmuştur. Yeni piyasa ortamında piyasa likiditesini belirleyen temel unsur piyasada alım satımı yapılan menkul kıymetlerin kalitesine duyulan güvendir. Menkul kıymetin kalitesine güven hususunda oluşabilecek şüpheler bile likiditenin erimesine ve ilgili piyasada alım satımın durmasına sebep olabilmektedir. Dolayısıyla ÖST piyasası gibi standardize olmayan ve likidite riski taşıyan piyasalarda menkul kıymetlerin kalitesine ilişkin gerekli güvenin tesis edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, Türkiye ÖST piyasasında “yatırım yapılabilir (Investment Grade Bonds)” ve yüksek getirili tahviller (High Yield Bonds)” şeklinde bir ayırımı yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bu şekilde, yüksek getirili ÖST'lerin kalitesine ilişkin oluşabilecek güven probleminin tüm ÖST piyasasının likiditesini olumsuz etkilemesi engellenebilecektir. Bu çerçevede, SPK tarafından hangi varlıkların “yüksek kalitedeki likit varlıklar” (HQLA) olarak değerlendirilebileceği veya hangi özelliklere sahip tahvillerin “yüksek getirili tahviller” olarak değerlendirilebileceği hususunda mevzuatsal altyapının oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Öte yandan, yatırım fonlarının likidite riskinin etkili bir şekilde yönetilebilmesine yönelik diğer öneriler aşağıda sıralanmıştır;

- Türkiye’de ihraç edilen ÖST’lerin, Eylül 2016 tarihi itibarıyla, yaklaşık %50’sinin yatırım fonlarınca elde tutulması olası krizlerde gerçekleşecek itfa/geri alım taleplerinin karşılanamaması riskini ve dolayısıyla yatırım fonlarında likidite riskinin yönetiminin önemini beraberinde getirmektedir. Mevcut durumda likidite risk yönetimi için genel bir düzenleme bulunmakta olup, etkili ve sağlıklı bir likidite yönetimi için daha ayrıntılı bir düzenlemenin gerekli olduğu değerlendirilmektedir. Etkili bir likidite risk yönetimi için fonların risk yönetim birimlerinin gerekli analizleri zamanında yapmasının ve bu konuda yetişmiş insan kaynağının kullanılmasının önemi vardır. Yatırım fonları için söz konusu olan likidite riskini yönetebilmek ve fon katılma payı geri alım taleplerini karşılayabilmek için likidite yönetim araçlarının çeşitliliğinin artırılmasının, SPK’nın her fon için “Likidite Riski Yönetim Programı” uygulanmasını zorunlu kılmasının, anılan program kapsamında asgari olarak hangi durumda hangi araçların kullanılmasının uygun olacağının belirlenmesinin, fon katılma payı alım ve

geri alımlarını uygun şekilde gerçekleştirebilmek için Likidite Yönetim Araçlarının kullanımının teşvik edilmesinin, belirtilen likidite yönetim araçlarının hangi durumlarda kullanılmasının uygun olacağı hususunda rehberlik edilmesinin,

- Likidite yönetim araçlarından “değişken (swing) fiyatlama” sadece olağan dışı durumlarda değil, normal koşullarda da yatırım fonu yatırımcılarının çıkarlarının adil şekilde korunabilmesini ve ilk çıkanın avantajının (First Mover Advantage) oluşmasını engelleyip panik satışların olmamasını sağladığı için yatırım fonlarının likidite riski yönetiminde öncelik verilmesi gereken araçlardır. Halihazırda, değişken fiyatlama AB’de başarılı şekilde uygulanmakta olup, ABD’de uygulama için altyapı sıkıntıları olsa da değişken (swing) fiyatlamamanın uygulanması hususunda ciddi bir irade mevcuttur. Yatırım fonlarına ilişkin Türkiye’deki mevzuat altyapısı büyük ölçüde Avrupa düzenlemeleriyle uyumlu olduğu için değişken (swing) fiyatlamamanın uygulanmasında önemli problemler yaşanmayacağı da dikkate alınarak Türkiye’de de öncelikle değişken (swing) fiyatlama yönteminin uygulanması için SPK’nın gerekli teşvik ve önerilerde bulunmasının,

- Geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi (Redemption in-kind) büyük geri alım taleplerinde bulunan kurumsal yatırımcılar için uygun bir likidite yönetim aracıdır. Büyük geri alım talepleri olması halinde fondaki diğer yatırımcıların, portföy yönetim şirketinin yönettiği diğer fon yatırımcılarının ve sektörün tümünü olumsuz etkilemesinin engellenebilmesi için büyük geri alım taleplerinin aynı olarak yapılması daha uygun olacaktır. Bu itibarla, özellikle kurumsal yatırımcıları barındıran büyük fonlar tarafından, “geri alımların aynı olarak gerçekleştirilmesi”ne ilişkin yazılı politika ve prosedürler hazırlanarak, prosedürlerde hangi durumlarda bu likidite yönetim aracının kullanılacağına ve sürecin işleyişine ilişkin ayrıntılara yer verilmesinin ve SPK’nın kurumsal yatırımcıların bu likidite yönetim aracını kullanmasını teşvik etmesinin,

- Son dönemlerde yoğun ilgi gören pasif yönetim stratejileri ile yönetilen borsa yatırım fonlarının (BYF) katılma paylarının fon portföylerine alınması durumunda likit varlık sayılıp sayılmayacağı, hatta BYF’lerin likidite yönetim aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı hususunda da SPK’nın düzenleme çalışmaları yürütmesinin,

- Avrupa’da Alternatif Yatırım Fonlarına (AIFs) ilişkin yapılan likidite yönetimi düzenlemelerinin, özellikle de düzenleyici otoriteye ve yatırımcılara belirli periyotlarla geri alım (redemption) yükümlülüklerini normal ve olağandışı koşullarda karşılayabilip karşılayamadığının ve alternatif yatırım fonunun yatırım stratejisinin, likidite profilinin ve geri alım politikasının birbiriyle uyumlu olduğunun kontrolüne yönelik yapılacak raporlamalara ilişkin düzenlemelerin, (Raporda ayrıntılara yer

verilmiştir.), geri alım taleplerinin kabul edilip edilmediği ve hangi sıklıkla geri alımları kabul ettiğinin (geri alım politikaları) dikkate alınarak Türkiye'deki serbest yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları için de uygulanmasının

uygun olacağı düşünülmektedir.

Diğer bir husus, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2014 yılında yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber ile yatırım fonlarına risk değeri hesaplama yöntemi sunulmuş olup, Rehber kapsamında yapılan risk değeri hesaplamalarında sadece piyasa riski baz alınarak hesaplamalar yapılmaktadır. Ancak, yatırım fonları, yatırım yaptıkları ÖST'ler nedeniyle piyasa riski dışında kredi ve likidite risklerine de maruz kalmakta, dolayısıyla sadece piyasa riskinin baz alınarak risk değeri hesaplaması eksik olacağı için hesaplama yönteminin gözden geçirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

VIII. KAYNAKÇA

Zeng, Y.

2016, A Dynamic Theory of Mutual Fund Runs and Liquidity Management, Harvard Business School

SPK

2013, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği

SPK

2014, Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber

Board of The International Organization of Securities Commissions

2013, Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes

Vanguard

2016, Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs; Swing Pricing; Reopening of Comment Period for Investment Company Reporting Modernization Release

Bloomberg Finance L.P.

2009, Handling Mass Redemption: A Primer

Blackrock

2016, Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs; Swing Pricing; Reopening of Comment Period for Investment Company Reporting Modernization Release

Vanguard

2016, Clear Perspectives on Bond Market Liquidity

Financial Stability Oversight Council

2014, Update on Review of Asset Management Products and Activities

Blackrock

2016, Addressing Market Liquidity: A Broader Perspective on Today's Bond Markets

Eurobond Magazine

2013, The Great Bond Liquidity Drought ... and How to Fix It

Eurobond Magazine

2012, Corporate Bond Market: The New Liquidity Trap

Blackrock

2014, Fund Structures as Systemic Risk Mitigants

Investment Company Institute

2016, Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs; Swing Pricing; Re-Opening of Comment Period for Investment Company Reporting Modernization Release (File Nos. S7-16-15 and S7-08-15)

Investment Company Institute

2015, Overview of Mutual Funds' Liquidity Management Practices

Reed, F.

2015, The High Cost of Liquidity: Tip of an Iceberg or Isolated Incident, FactSet Research Systems Inc.

Stevens, P. S.

2016, Liquidity Risk Management Must Be Done Right

Mizrach, B.

2015, Analysis of Corporate Bond Liquidity

Committee on the Global Financial System

2016, Fixed Income Market Liquidity

Journal of Trading

2016, Liquidity: How to Capture a Multidimensional Beast

Yararlanılan İnternet Siteleri

<http://www.spk.gov.tr/index.aspx>

<http://www.euromoney.com/>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.eisneramper.com/>

<https://www.idc.org/>

<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/>

<http://www.investopedia.com/>

https://www.ici.org/faqs/faq/mfs/faqs_mf_liquidity

<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-201.html>

<http://marketrealist.com/2015/10/introducing-liquidity-must-know-ins-outs/>