

PUSULA PORTFÖY GAYRİMENKUL YATIRIM FONU ŞEMSIYE FONUNA BAĞLI EVİM HAZİR GAYRİMENKUL YATIRIM FONU RİSK ÖLÇÜM ESASLARI

Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Maruz Kalınan Riskler

Gayrimenkul Yatırım Fonlarının portföyünü oluşturan enstrümanların maruz kaldığı risklerin ölçümünde standart ve gelişmiş istatistiki yöntemler kullanılır. Fonun yatırım stratejisine ve risk profiline uygun olarak uygulanacak stres testi senaryolarına ilişkin bilgiler, risk ölçüm sistemlerine ilişkin metotlar, risk limitleri ile ilgili alınacak aksiyonları içeren bu prosedürde yer verilir.

Fon portföyünün karşılaşılabileceği temel risklere ilişkin bilgilere aşağıda yer verilmektedir;

Piyasa Riski

Fon portföyünün içerisindeki gayrimenkullerin maruz kaldığı piyasa riski 6 ayda bir yapılacak senaryo analizi ile ölçülecektir. Senaryo analizinde gayrimenkul fiyatlarını yansıtan bir endeks üzerinden Beklenen Kayıp (Expected Shortfall) değeri hesaplanacaktır. Analizde kullanılacak olan endeks verisi gayrimenkul fiyatlarında yaşanan en büyük değer kayıplarının tespitinde kullanılacaktır. Gayrimenkul yatırımlarının değer azalışının Beklenen Kayıp değerini geçtiği durumlarda Yatırım Komitesi ve Yönetim Kurulu bilgilendirilecektir. Beklenen Kayıp hesaplamalarında BIST Gayrimenkul Yatırımları Endeksi kullanılacaktır.

Sermaye piyasası riski oluşturmeyen gayrimenkul yatırımları hariç geri kalan portföyün maruz kaldığı piyasa riski günlük yapılacak RMD analizi ile ölçülecektir. Ölçüm yapılan enstrümanlar için günlük veriler kullanılacak ve belirlenen elde tutma süresine göre hesaplanacak RMD değerleri %99 güven aralığında takip edilecektir.

Likidite Riski

Fonun gayrimenkul yatırımlarından oluşan bölümünün likidite riski, gayrimenkullerin likidite sürecini etkileyen kriterlerin, etkileme ölçülerine göre ağırlıklandırılıp ortalamasının alınması ile bulunan risk değerinin Risk Birimi tarafından belirlenecek olan “Zorunlu Likiditasyon Katsayısı” ile bölünmesi ile bulunan risk değerlerinin gayrimenkullerin fon toplam değeri içerisindeki ağırlıkları kullanılarak hesaplanan “ağırlıklı ortalama risk değeri” ile ölçülür.

Her bir fon portföyünün sahip olması gereken ağırlıklı ortalama risk değeri Şirket yönetim kurulunca belirlenir. Fon bazında gayrimenkul likidite risk ölçümünde kullanılacak kriter kümesi ve kriterlerin ağırlıkları Şirket Yönetim Kurulu tarafından onaylanarak yürürlüğe girecektir.

Gayrimenkullere ilişkin kriter bilgileri 1’den 7’ye kadar değer alan risk skalasına yerleştirilir. 1 en düşük likidite riskini, 7 en yüksek likidite riskini ifade etmektedir. Belirlenecek skala aralıklarına göre Düşük, Orta, Yüksek, Çok Yüksek risk tanımlanır.

Konut Likidite Risk Kriterleri:

- Merkez İş Alanı (MİA) Durumu
- Ulaşım Arterine Mesafe
- Kiracı Durumu
- Kat Alanı
- Ofis/Konut Sınıfı
- Kentsel Dönüşüm Durumu
- Mülkiyet Durumu

- Nüfus Yoğunluğu Durumu
- Fiyat Seviyesi
- İnşaatın Tamamlanma Durumu
- Kat İrtifakı Durumu
- Yapı Kullanma İzni

Arsa Likidite Risk Kriterleri:

- KAKS (Emsal)
- Topografik Durumu
- Mülkiyet Durumu
- Arsa Alanı
- Altyapı Olanakları
- Nüfus Yoğunluğu

Mia Durumu: Merkez İş Alanı (MİA) durumu gayrimenkulun iş ve ticaret alanlarına olan mesafesini ölçmektedir. Bu alanlara olan yakınlığı likidite riskini düşürmekte uzaklığı ise arttırıcı unsur oynamaktadır.

Ulaşım Arterine Mesafe: Ulaşım Arterine olan mesafesinin kısa olması likidite riskini düşürücü etken olarak dikkate alınmaktadır. Uzak olması ise likidite riskini arttıracaktır.

Kiracı Durumu: Gayrimenkulun içerisinde kiracı olması likidite riskini düşürücü etken olarak dikkate alınmaktadır. Kiracılı olan gayrimenkullerde risk skalası 1 olmayanlarda 7 olarak uygulanmaktadır.

Kat Alanı: Kat alanının küçük olması likidite riskini düşürmektedir.

Ofis/Konut Sınıfı:

- Ofis Sınıfı için risk skalasında aşağıdaki sınıflandırma kriterleri dikkate alınmaktadır: 1 (A+), 2 (A), 3 (A-), 5 (B), 7 (C) (Kaynak: <https://ofisraporu.com/blog/ofis-siniflandirma-kriterleri>)

- Konut Sınıfı için risk skalasında aşağıdaki sınıflandırma kriterleri dikkate alınmaktadır: 1(3. Sınıf Yapılar, A Grubu) 2(3. Sınıf Yapılar, B Grubu) 3(4. Sınıf Yapılar, A Grubu) 4(4. Sınıf Yapılar, B Grubu) 5 (4. Sınıf Yapılar, C Grubu) 7(5. Sınıf Yapılar, A Grubu) (Kaynak: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/04/20160409-22.htm>)

Kentsel Dönüşüm Durumu: Kentsel dönüşüme tabii olan alanların likidite riskinin daha düşük olduğu dikkate alınmaktadır. Kentsel dönüşüme tabii olan gayrimenkullerin risk skalası 1 , olmayanların 7 olarak alınmaktadır.

Mülkiyet Durumu: Çok mülkiyetli gayrimenkullerin likidite riskinin çok yüksek olduğu dikkate alınmaktadır. Bu kapsamda risk skalasında: 1 (tek mülkiyet), 4 (2 mülkiyet), 7 (3 ve üzeri mülkiyet) için kullanılmaktadır.

Nüfus Yoğunluğu Durumu: Nüfus yoğunluğunun yüksek olduğu bölgelerde gayrimenkulün likidite riskinin düşük olduğu dikkate alınmaktadır. Skalalar belirlenirken TÜİK verilerine dayanan gayrimenkulün bulunduğu il içerisindeki ilçelerin nüfus yoğunluk dağılımı dikkate alınmaktadır.

Fiyat Seviyesi: Fiyat seviyesinin düşük olması likidite riskini düşüren bir etki olarak dikkate alınmıştır.

İnşaatın Tamamlanma Durumu: Fon portföyüne konu olan gayrimenkulün inşaatının tamamının bitmesi durumu likidite riskini düşürücü etken olarak dikkate alınmaktadır.

İnşaatın henüz tamamlanmamış olması ise likidite riskini artıracaktır. Bu kapsamda risk skalası: 1 (100% Tamamlandı), 7 (Henüz Tamamlanmadı) olarak belirlenmektedir.

Kat İrtifakı Durumu: Fon portföyüne konu olan gayrimenkulün inşaatının kat irtifakının kurulmamış olması likidite riskini artırıcı etken olarak dikkate alınmaktadır. Bu kapsamda risk skalası: 1 (Kat İrtifakı Var), 7 (Kat İrtifakı Yok) olarak belirlenmektedir.

Yapı Kullanma İzni: Fon portföyüne konu olan gayrimenkulün inşaatının yapı kullanma izninin olmaması likidite riskini artırıcı etken olarak dikkate alınmaktadır. Bu kapsamda risk skalası: 1 (Yapı Kullanma İzni Var), 7 (Yapı Kullanma İzni Yok) olarak belirlenmektedir.

KAKS (Kat Alan Kat Sayısı): Risk skalası: 1(Yüksel Emsal), 4 (Orta Emsal), 7 (Düşük Emsal).

Topografik Durumu: Eğimi ve engebesi az bir arazi, fazla olan bir araziye göre daha avantajlı kabul edilir. Dolayısıyla, eğim ve engebe ile parsel değeri arasında ters bir orantı bulunmaktadır. Bu kapsamda risk skalası: 1(eğimsiz), 4 (az eğimli), 7 (çok eğimli)

Arsa Alanı: Arsa alanının büyük olması likidite riskini düşürmektedir. Konut yaklaşımından farklı olarak arsa alanı büyüdükçe kullanım olanakları artacağı için daha likit olacağı kabul edilmektedir.

Altyapı Olanakları: Altyapı imkanı bulunan arsalar likidite riskini düşürmektedir. Bu kapsamda risk skalası: 1 (Altyapı olanakları var), 4(Altyapı olanakları eksik), 7(Altyapı olanakları yok)

Ek olarak, Gayrimenkul dışındaki varlıkların olası fon çıkışlarını karşılama oranı senaryo analizi ile incelenecektir. Çıkış karşılama oranı, fon çıkış oranının gayrimenkul dışında kalan varlıkların portföydeki büyüklüğüne oranı ile hesaplanacaktır.

Faiz Oranı Riski

Kardan pay almaya dayalı kira sertifikası, katılma hesabı vb. menkul kıymetlerin değerlemelerinde ikincil piyasalarda yaşanabilecek getiri oranı değişimleri sonucunda oluşan etki durasyon ve bir baz puanının fiyat etkisi (PVBP) ile ölçülecektir.

- **Durasyon:** Getiri / Fiyat hassasiyetini ölçmek için Macaulay Durasyon yöntemi kullanılacaktır. Macaulay durasyon tahvilin nakit akışının ağırlıklı ortalama vadesini ifade etmektedir. İlave olarak rapor içerisinde vadeye kalan gün takibi de sağlanacaktır.

$$\text{Macaulay Durasyon} = \frac{\sum_{i=1}^N DCF_i * Vade_i}{Fiyat}$$

- PVBP: Bir baz puanlık değişimin neden olduğu fiyat değişimini göstermektedir. Durasyondan farkı durasyonun yüzdesel değişimi PVBP'nin ise fiyatın mutlak değişimini göstermesidir.

$$DV01 = \frac{Kirli Fiyat_{(Basit Getiri - 1 bp)} - Kirli Fiyat_{(Basit Getiri + 1 bp)}}{2} DCF = \sum DCF_i$$

Pozisyon bazında durasyon ve PVBP hesaplamalarına ilave olarak portföy bazında da durasyon ve PVBP hesaplaması yapılacaktır.

Döviz Kuru Riski

Fonun maruz kaldığı döviz riski net açık döviz pozisyonunun hesaplanması sonucunda ölçülür. Döviz riskine maruz menkul kıymetler ile yabancı para cinsinden borçlanmalar ve finansman kullanımlarının netleştirilmesi sonucunda elde edilen net açık döviz pozisyonun mutlak değerinin fon toplam değerine oranı yönetim kurulunca belirlenen oranı geçemez.

İlave olarak döviz kurlarında tanımlanan oranlarda gerçekleşebilecek oynaklıkların net açık döviz pozisyonu üzerindeki etkileri sınırlamalar ile uyumluluğun korunabilmesi için takip edilir.

Finansman Riski

Finansman riski analizinde fon gelirlerinin fon çıkışlarını karşılama oranı hesaplanır.

Fon gelirlerini, kira geliri ve kar payı geliri oluşturmaktadır. Fon giderlerini ise temel olarak finansman masrafları, gayrimenkul alım ve satımına ilişkin idari giderler, alınan gayrimenkullerin bakım-onarım giderleri, sigorta giderleri gibi kalemlerden oluşmaktadır. Fon'un finansman geri ödemeleri için ileriye dönük belirlenecek dönemde nakit çıkışı tablosu ile gayrimenkul dışı varlıkların getirileri ile kira gelirleri baz alınarak ileriye dönük nakit giriş tablosu oluşturulacak ve net nakit akışı hesaplanacaktır. Net nakit akışının pozitif bir değer olması gerekli olup, Gelirlerin giderleri karşılama oranı yönetim kurulunca belirlenecek seviyenin altına düştüğü zaman Yönetim Kurulu bilgilendirilir. Bu hesaplamalarda Gayrimenkul satışları veya alımları dikkate alınmaz.

Kira gelirleri olmayan gayrimenkul yatırımı bulunan fonlarda gelirlerin giderleri karşılama oranı takip edilmez, bunun yerine NetNakit İhtiyacı Analizi yapılır ve Giderlerin Nakit Girişi ile Karşılanacak oranı hesaplanır.

Ek olarak, Fonun kullandığı kredi ve/veya faizsiz finansmanın fon toplam değerine oranına atanmış olan limitin kontrolü yapılır. Bu kapsamda finansman kullanım oranı olan LTV (Loan to Value) hesaplanır. Limite yaklaşılması durumunda Risk Yönetim Birimi tarafından Yönetim Kurulu'na bilgi verilir.

Yoğunlaşma Riski

Fon portföyü içerisinde yer alan menkul kıymetlerin risk / getiri açısından ortak özellikleri dikkate alınarak varlık grupları oluşturulur. Oluşturulan bu varlık gruplarına yatırım sınırlamaları atanır. Bu kapsamda varlık grupları ve bu grupların limitleri belirlenir.

Fon portföyünde yer alan gayrimenkullerin yoğunlaşma riski, her bir gayrimenkulün bir bütün olarak fon toplam değeri içerisindeki ağırlığının takibi ile gayrimenkullerin bulunduğu coğrafi bölge, gayrimenkul türü gibi kriterlerin takibi yapılır. Şirket yönetim kurulunca herhangi bir gayrimenkul türü veya coğrafi bölgenin fon toplam değeri içindeki ağırlığına ilişkin bir limit belirlenmesi halinde bu limit çerçevesinde aşım raporumlar raporlanır.

Karşı Taraf Riski

Borsa dışında taraf olunan türev araç ve swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski, piyasaya göre ayarlama (mark to market) yöntemi ile hesaplanır ve karşı taraf riski fon toplam değerinin %10'unu aşamaz.

Piyasaya göre değerlendirme yöntemi kapsamında varsa, türev araç ve swap sözleşmesinin güncel piyasa fiyatının değerlemede esas alınması, güncel piyasa fiyatının bulunmadığı durumlarda ise söz konusu varlıkların Şirket tarafından yeterli ve genel kabul görmüş bir fiyatlama modeli kullanılarak değerlendirilmesi esastır. Bununla birlikte, fonun fiyat açıklama dönemlerinde değerlemede kullanılmak üzere karşı taraftan fiyat kotasyonu alındığı durumlarda söz konusu fiyat değerlendirme kullanılmadan önce fiyatın uygunluğu yeterli ve genel kabul görmüş bir fiyatlama modeli aracılığıyla ve Şirket tarafından belirlenebilecek diğer prosedürler çerçevesinde değerlendirilir.

Sermaye piyasası riski oluşturmeyen gayrimenkul yatırımları hariç geri kalan portföydeki pozisyonlardan kaynaklanabilecek karşı taraf riski günlük yapılacak hesaplamalar ile ölçülecektir.

Kaldıraç Riski

Kaldıraç yaratan işlemlere ilişkin olarak araç bazında ayrı ayrı hesaplanan pozisyonların mutlak değerlerinin toplanması (sum of notionals) suretiyle ulaşılan toplam pozisyonun fon toplam değerine oranı "kaldıraç" olarak tanımlanmaktadır.

İlave olarak fonun kaldıraç yaratan işlemlerden kaynaklanan risklerinin ölçümünde aşağıdaki yöntem kullanılacaktır.

Açık Pozisyon Tutarı (Standart Yöntem): Standart yöntem ile açık pozisyon tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanır;

1. Netleştirme ve riskten korunma esaslarına konu olabilecek pozisyonlar için araç bazında ayrı ayrı net pozisyonlar hesaplanarak pozisyonların mutlak değeri alınır.
2. Netleştirme ve riskten korunmaya konu edilemeyen araçlara ilişkin pozisyonlar hesaplanarak bunların mutlak değeri alınır.
3. Pozisyonların toplamı fonun açık pozisyon tutarını ifade eder.

Bu şekilde hesaplanan açık pozisyon tutarı fon toplam değerini aşamaz.

Kaldıraç yaratan işlemlerden kaynaklanan pozisyon büyüklükleri hesaplamalarında ve netleştirme ve riskten korunma varsayımlarında Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'de yer alan yöntemler esas alınır.

Sermaye piyasası riski oluşturmeyen gayrimenkul yatırımları hariç geri kalan portföyün yarattığı kaldıraç günlük yapılacak kaldıraç riski hesaplamaları ile ölçülecektir.

Değerleme Riski:

Değerleme riskinin yönetilebilmesi amacı ile gayrimenkullerin, gayrimenkule dayalı haklar ile tabi oldukları mevzuat hükümlerine göre hazırlanan finansal tablolarında yer alan aktif toplamının devamlı olarak en az %75'i yurtiçi gayrimenkul yatırımlarından oluşan ve payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıkların paylarının değerleri gayrimenkul değerleme kuruluşlarına ve/veya Kurulca uygun görülen kuruluşlara hazırlatılacak bir değerleme raporu ile tespit ettirilecektir.

Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslar çerçevesinde;

Fon'un pay alım satımına konu Aralık ayının son işgünü hesaplanan fiyat raporu ile yıl sonu finansal raporunda kullanılacak olan portföydeki gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı hakların değerine ilişkin gayrimenkul değerleme raporları, ilgili hesap döneminin son üç ayı içerisinde ve en geç Aralık ayının son işgünü öncesinde tamamlanmak kaydı ile gayrimenkul değerleme kuruluşlarına hazırlatılacaktır.

Ayrıca gerek görülmesi halinde; Fon'un pay alım satımına konu Haziran ayının son işgünü hesaplanan fiyat raporu ile altı aylık ara dönem finansal raporunda kullanılacak olan portföydeki gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı hakların değerine ilişkin gayrimenkul değerleme raporları ise, ilgili hesap döneminin son üç ayı içerisinde ve en geç Haziran ayının son işgünü öncesinde tamamlanmak kaydı ile gayrimenkul değerleme kuruluşlarına hazırlatılacaktır.

Fon'un pay alımına konu tüm fiyat raporlarında en güncel tarihli değerleme raporları kullanılacaktır.

Her durumda gayrimenkulün değerinin değişmesine neden olan olağan dışı durumların tespiti halinde ve Kurul'ca gerekli görülen hallerde güncel değer tespiti amacıyla söz konusu değerleme raporları güncellenecektir.