

GÖSTERGE

BAHAR 2015

ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FAALİYET VERİLERİ
ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FİNANSAL VERİLERİ
FON DAĞITIM PLATFORMLARI
KİTLESEL FONLAMA (CROWDFUNDING) DÜZENLEMELERİ
ASEAN SERMAYE PİYASALARI ENTEGRASYONU




TSPB

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca Asena
Müdür / Araştırma ve İstatistik

Tasarım ve Basım

Printcenter

Yayın Türü

Yaygın, süreli

ISSN 2148464-3



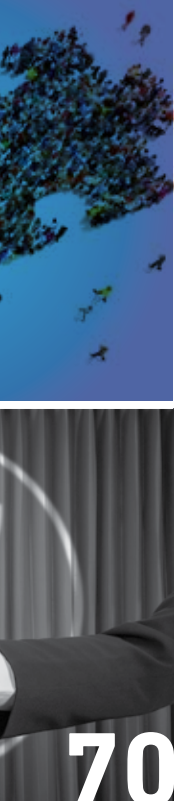
Bu yayınımıza www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

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



İçindekiler

ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FAALİYET VERİLERİ	4
<i>Deniz Bayram</i>	
ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FİNANSAL VERİLERİ	26
<i>Gökben Altaş</i>	
FON DAĞITIM PLATFORMLARI	40
<i>Gökben Altaş</i>	
KİTLESEL FONLAMA (CROWDFUNDING) DÜZENLEMELERİ	56
<i>Serhat Tahsin İşler</i>	
ASEAN SERMAYE PİYASALARI ENTEGRASYONU	70
<i>Deniz Bayram</i>	



4-25 ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FAALİYET VERİLERİ

Pay Piyasası, Sabit Getirili Menkul Kıymetler, Vadeli İşlemler, Opsiyonlar, Varant ve Sertifikalar, Kaldıraçlı İşlemler, Kurumsal Finansman Faaliyetleri, Portföy Yönetimi Faaliyetleri, Kredili İşlemler, Şube Ağı, İnternet İşlemleri, Çağrı Merkezi İşlemleri, Çalışan Profili

26-39 ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FİNANSAL VERİLERİ

Bilanço Analizi (Varlıklar, Kaynaklar), Gelir Tablosu Analizi (Gelir Dağılımı, Gider Dağılımı, Kârlılık), Yoğunlaşma Analizi

40-55 FON DAĞITIM PLATFORMLARI

Fon Dağıtım Kanalları (Avrupa'da Fon Dağıtım Kanalları, ABD'de Fon Dağıtım Kanalları), Seçilmiş Fon Dağıtım Platformları, (Allfunds Bank, Attrax, Cofunds, Fidelity, Fund/Serv, Fundsettle, Global Fund Platform, Old Mutual Wealth) Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu

56-69 KİTLESEL FONLAMA (CROWDFUNDING) DÜZENLEMELERİ

Düzenleme Gereksinimi ve Gerekçeler, Denetim ve Düzenleme (ABD, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya, Japonya)

70-86 ASEAN SERMAYE PİYASALARI ENTEGRASYONU

ASEAN, ASEAN Ekonomileri, (Chiang Mai Girişimi, Altyapı Finansmanı, ASEAN Ekonomik Topluluğu (AEC) Tasarısı), ASEAN Sermaye Piyasaları (Tahvil Piyasaları, Pay Piyasaları, Yatırım Fonları), Tartışmalar ve Genel Değerlendirme

ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FAALİYET VERİLERİ

2014 yılında aracı kurumların pay piyasası işlemleri geçen yıla göre %6 artarak 1,720 milyar TL oldu. Aynı dönemde, yatırım kuruluşlarının tahvil-bono işlem hacmi %35 düşerken, repo işlem hacmi %15 artış gösterdi. 2014 yılında aracı kurumların vadeli işlem hacmi 865 milyar TL olurken, yabancı yatırımcıların payı 2 puan artışla %25'e yükseldi. Nispeten yeni olan opsiyon piyasası işlem hacmi, hızlı artışına devam etti ve 2014 yılı sonunda 2 milyar TL'ye ulaştı. Kaldıraçlı işlem (foreks) hacmindeki hızlı artış da devam ederken, toplam hacim 7,7 trilyon TL'ye ulaştı. Sektörün genel eğitim seviyesi, daha az tecrübeli ve genç çalışanların iş gücüne dahil olmasıyla artış gösterirken, yaratılan ek istihdam yurtiçi satış departmanlarında yoğunlaştı.



Deniz Bayram

dbayram@tspb.org.tr

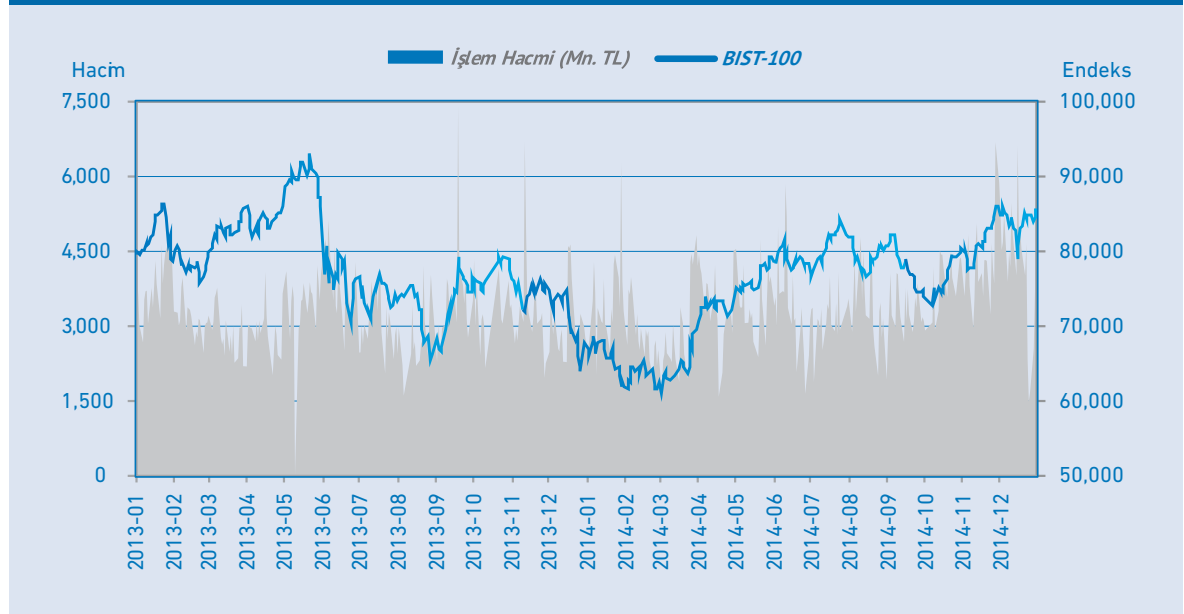
Bu çalışmamızda, Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2014 yılı sonuna ait faaliyet verileri, önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Raporda, 2013 yılı için 95 aracı kurumun verisi değerlendirilirken, 2014 yılı için faaliyeti geçici olarak durdurulan 8 kurum ile birleşmeye giden 2 kurum nedeniyle analize konu olan aracı kurum sayısı 85'tir.

PAY PİYASASI

2013 yılında ABD Merkez Bankası'nın (FED) parasal genişlemeyi azaltacağı yönündeki sinyalleri ile TL'nin yaşadığı değer kaybı ve yurtiçindeki siyasi gelişmeler endeksin %13 değer kaybetmesine neden olmuştu. 2014 yılı başında da değer kaybı devam etmiş, FED'in tahvil alımını azaltması ve yerel seçimler öncesi yaşanan belirsizlik ortamı BIST-100 endeksinin 3 Mart'ta Temmuz 2012'den bu yana en düşük seviyesi olan 61.189 seviyesine gerilemesine yol açmıştır.

30 Mart 2014'deki yerel seçimlerin süregelen iktidar lehinde neticelenmesi, yurtiçi piyasalarda belirsizlik etkisinin dağılmasına neden olmuştur. Küresel piyasalarda FED'in destekleyici politikalarına uzun süre devam edeceğini açıklaması ve Avrupa Merkez Bankası'nın politika faiz oranlarını indirerek Euro Bölgesi'nde parasal genişleme programı duyurması, likidite koşullarında iyileştirici yönde etki yapmıştır. Bu gelişmeler, 2014'ün ikinci çeyreğinde risk primlerinin düşmesine ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu

Aracı Kurumların Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

gelişmekte olan ülkelere sermaye akışına katkı sağlamış, BIST-100 endeksi yükselmeye başlamıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde artan risk algısıyla, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının azalması ve jeopolitik risklerin etkisiyle, BIST-100 endeksi dalgalı bir seyir izlemiştir. Cumhurbaşkanlığı seçiminin ardından ekonomi yönetiminde değişikliğe gidilmemesi piyasalarda olumlu etki yaratmıştır.

Yılın sonuna doğru FED'in faiz artırımı kararının 2015 yılına ertelenmesi ve diğer gelişmiş ülkelerdeki genişleyici para politikaları, küresel risk iştahını desteklemiştir. Petrol fiyatlarında devam eden düşüşün de katkısıyla BIST-100'de 2014 yılının zirvesi, 4 Aralık'ta 86.234 ile görülmüştür. Endeks 2014'te %26,4 oranında artış göstererek yılı 85.721 seviyesinde kapatmıştır.

Aracı Kurumların Pay Senedi İşlem Hacmi			
	2013	2014	Değişim
Milyar TL	1,624.1	1,720.1	5.9%
Milyar \$	857.4	785.3	-8.4%

Kaynak: Borsa İstanbul

Endeks hareketli bir seyir izlerken, yıl boyunca pay senedi işlem hacmi büyük dalgalanmalar göstermemiş, günlük ortalama işlem hacmi 3,5 milyar TL civarında seyretmiştir. Toplam işlem hacmi, 2014 yılında %6 artış göstererek 1,7 trilyon TL olmuştur. Dolar bazındaki hacim ise Temmuz 2014 sonrası artan kurlar nedeniyle, %8 daralarak 785 milyar \$ olmuştur.

Pay Senedi İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	50.2%	50.2%
11-20	20.4%	70.6%
21-84	29.4%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Pay senetlerinde 2014 yılında 84 aracı kurum işlem yapmıştır. Aracı kurumların işlem hacmi yoğunlaşması incelendiğinde, pay senedi işlemlerinin yarısını en yüksek işlem hacmine sahip 10 aracı kurumun yaptığı görülmektedir. En yüksek işlem hacmine sahip ikinci 10 aracı kurum toplam işlem hacminin %20'sini, geri kalan 64 aracı kurum ise %29'unu gerçekleştirmiştir.

Pay senedi işlem hacminin yatırımcı bazında dağılımına bakıldığında, 2013 yılına kıyasla, yurtdışı yatırımcıların

Yatırımcı Bazında Pay Senedi İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Yatırımcı	80.4%	79.6%
Bireysel	59.1%	59.6%
Kurumlar	11.7%	10.4%
Kurumsal	9.6%	9.6%
Yurtdışı Yatırımcı	19.6%	20.4%
Bireysel	0.1%	0.2%
Kurumlar	15.9%	16.4%
Kurumsal	3.6%	3.8%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

payının, finansal kurumları içeren yabancı kurumlardan kaynaklı olarak yaklaşık 1 puan arttığı görülmektedir. 2014'te yurtiçi kurumların payında azalma görülürken, yurtiçi bireysel yatırımcıların payı hafif artış göstererek %60 olmuştur.

Departman bazındaki dağılım, işlemlerin aracı kurum bünyesinde hangi bölüm aracılığı ile yapıldığını göstermektedir. Son bir yıllık süreçte işlem hacminin dağılımında anlamlı bir değişiklik gerçekleşmemiştir. İnternet kanalı %24'lük payla hakimiyetini sürdürmüştür. Yabancı yatırımcıların payının artmasına paralel olarak yurtdışı satış departmanının payı hafif artışla %20'ye ulaşmıştır. Yurtiçi yatırımcıların payındaki düşüş ise yurtiçi satış departmanının payında 1 puan gerilemeye neden olmuştur.

Departman Bazında Pay Senedi İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Satış	20.5%	19.2%
Merkez Dışı*	28.7%	29.6%
Şube	9.4%	9.1%
Acente	16.5%	16.9%
İrtibat Bürosu	2.8%	3.5%
İnternet	24.3%	23.7%
Çağrı Merkezi	0.4%	0.4%
Yatırım Fonları	0.4%	0.3%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.1%
Kurum Portföyü	6.3%	6.7%
Yurtdışı Satış	19.2%	20.0%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymet (SGMK) piyasasında bankalar ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir. Tabloda yer alan işlem hacimleri, aracı kurum ve bankaların, Borsa İstanbul ile borsa dışındaki (tescil) kesin alım-satım ve repo ve ters repo işlemlerini kapsamaktadır. Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemler toplama dahil edilmemiştir.

hariç tutulmuştur. SGMK piyasasında işlem yapan aracı kurumların işlem hacmi dağılımında yüksek bir yoğunlaşma olduğu dikkat çekmektedir. 2014 yılında kesin alım-satım işlem hacminin yarısı banka kökenli iki aracı kurum tarafından yapılmıştır. Aynı dönemde, 70 aracı kurumun faaliyet gösterdiği kesin alım-satım piyasasındaki işlemlerin %90'ı ilk 10 kurum tarafından yapılmış, en düşük

Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi (Milyar TL)					
	Hacim			Pay	
	2013	2014	Değişim	2013	2014
Kesin Alım-Satım	1,945	1,257	-35.4%	100.0%	100.0%
Banka	1,802	1,141	-36.7%	92.6%	90.7%
Aracı Kurum	143	117	-18.6%	7.4%	9.3%
Repo-Ters Repo	12,779	14,626	14.5%	100.0%	100.0%
Banka	11,508	13,229	15.0%	90.1%	90.5%
Aracı Kurum	1,271	1,397	9.9%	9.9%	9.5%

Kaynak: Borsa İstanbul

SGMK piyasasında işlem hacmini ağırlıklı olarak bankalar oluşturmakta olup, aracı kurumların pazar payları genel olarak %10 seviyesinin altında kalmaktadır. Kesin alım-satım işlemleri 2014'te önceki yıla göre %35 azalarak 1,26 trilyon TL'ye inmiştir. Kamu borçlanma araçlarının ihracındaki azalma bu düşüşte etkili olmuştur. Diğer taraftan aracı kurumlar, bu piyasadaki paylarını yıllık bazda 2 puan arttırarak %9'a çıkarmıştır.

Karşılaştırmalı analiz dönemi içinde repo ve ters repo işlemlerinde toplam hacim, bir önceki yıla göre %15 artmıştır. Aracı kurumların bu ürünün işlem hacmindeki payı ise hafif düşüş göstermiştir.

Takip eden tablolarda, yalnızca aracı kurumların SGMK işlem hacimleri incelenmiş olup, bankaların verileri

işlem hacmine sahip 50 kurum toplam hacmin sadece %1,5'ini oluşturmuştur.

Kesin alım-satım piyasasına benzer şekilde, repo ve ters repo işlemlerinde de ilk 10 aracı kurum, aracı kurumların piyasa payının önemli kısmını oluşturmaktadır. 2014'te aracı kurumlar tarafından yaratılan toplam işlem hacminin %63'lük bölümü banka kökenli dört aracı kurum tarafından yapılırken, en yüksek işlem hacmine sahip ilk 10 aracı kurum toplam hacmin %87'sini oluşturmuştur.

Yatırımcı bazında işlem hacmi dağılımı irdelendiğinde, aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen kesin alım satım işlemlerinin tamamına yakınının yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülmektedir. Bu üründe, yurtiçi yatırımcılar içinde en yüksek pay kurumsal müşterilere

Aracı Kurumların Kesin Alım-Satım İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	90.0%	90.0%
11-20	8.5%	98.5%
21-70	1.5%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı Kurumların Repo-Ters Repo İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	87.3%	87.3%
11-20	10.0%	97.4%
21-41	2.6%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

aittir. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların, kesin alım satım işlemlerindeki payı önceki yıla göre 3 puan azalarak %80'e gerilerken, yurtiçi kurumların payı 2 puan artmıştır. Yabancı yatırımcıların işlem hacmi ise 2 misline çıkmış olmasına rağmen, toplamdaki payı %2 civarında kalmaktadır.

Kesin alım satım işlemlerinde olduğu gibi, aracı kurumlarca yapılan repo ve ters repo işlemlerinde de yerli yatırımcı

Departman bazında incelendiğinde, toplam kesin alım-satım işlemlerinin, %72 gibi hayli yüksek bir orana yurtiçi satış bölümü tarafından gerçekleştirildiği ve merkez dışı birimlerin işlem hacmi payında 2 puanlık bir artış olduğu görülmektedir. Diğer taraftan yatırım fonu işlemlerinin toplamdaki payı bir önceki yıla göre 3 puan gerileyerek %7'ye düşmüş, portföy yönetiminin payı ise 2 puan artarak %3 seviyesine yükselmiştir.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında SGMK İşlem Hacmi Dağılımı				
	Kesin Alım Satım		Repo Ters Repo	
	2013	2014	2013	2014
Yurtiçi Yatırımcı	98.9%	97.6%	99.6%	99.2%
Bireysel	0.9%	1.2%	8.0%	8.8%
Kurumlar	14.4%	16.2%	8.9%	8.8%
Kurumsal	83.5%	80.2%	82.7%	81.5%
Yurtdışı Yatırımcı	1.1%	2.4%	0.4%	0.8%
Bireysel	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
Kurumlar	0.9%	2.2%	0.2%	0.7%
Kurumsal	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

hakimiyeti bulunmaktadır. Alt kırılıma bakıldığında, bu ürünlerdeki ağırlıklı payın, bir önceki döneme göre sınırlı bir azalışla yine yerli kurumsal yatırımcılara ait olduğu görülmektedir. Yurtdışı yatırımcılardaki hafif artış ise, yine kesin alım-satım işlemlerine benzer şekilde, yurtdışı kurumların payındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Kesin alım-satımda olduğu gibi, repo işlemleri de ağırlıklı olarak yurt içi satış ve yatırım fonları departmanları aracılığıyla yapılmaktadır. Ancak karşılaştırmalı dönemler incelendiğinde, önceki yıla kıyasla her iki departmanın da paylarında azalma olduğu, merkez dışı birimlerin payında ise 2 puanlık bir artış olduğu gözlenmektedir.

Aracı Kurumların Departman Bazında SGMK İşlem Hacmi Dağılımı				
	Kesin Alım Satım		Repo Ters Repo	
	2013	2014	2013	2014
Yurtiçi Satış	72.9%	71.5%	68.2%	67.5%
Merkez Dışı*	4.6%	6.7%	6.8%	9.1%
Şube	1.8%	2.4%	5.0%	6.7%
Acente	2.3%	4.2%	1.1%	2.1%
İrtibat Bürosu	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%
İnternet	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Yatırım Fonları	10.3%	6.8%	17.6%	15.1%
Portföy Yönetimi	1.0%	2.6%	0.1%	0.1%
Kurum Portföyü	11.1%	12.1%	7.0%	7.5%
Yurtdışı Satış	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

VADELİ İŞLEMLER

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) alım-satım platformları, 5 Ağustos 2013 tarihinde VİOP çatısı altında birleşmiştir. Birleşmenin ardından Türkiye'deki tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, Borsa İstanbul VİOP bünyesinde işlem görmeye başlamıştır. Borsa İstanbul Vadeli

gruplarda ise, 69 kurumdan en yüksek vadeli işlem hacmine sahip ilk 10 aracı kurumun payı %57, takip eden ikinci 10'luk grubun payı ise %23 olarak hesaplanmıştır. Görüleceği üzere, vadeli işlemlerde yoğunlaşma pay senedi işlemlerine oranla daha yüksek, SGMK işlemlerine göre daha düşüktür.

Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (Milyar TL)					
	Hacim			Pay	
	2013	2014	Değişim	2013	2014
Aracı Kurum	745.5	864.5	16.0%	89.8%	99.5%
Banka	84.9	4.7	-94.5%	10.2%	0.5%
Toplam	830.4	869.2	4.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul, VOB

İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP), banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir.

Aracı kurumlar, SGMK işlemlerinin aksine vadeli işlemlerde piyasanın neredeyse tamamına hakimdir. 2014 yılında 69 aracı kurum 865 milyar TL'lik işlem hacmi yaratarak, toplamdaki pazar payını yıllık bazda 9 puan artırmıştır. 2014 yılındaki dikkat çekici artışın nedeni, 2013 yılında VOB ile Borsa İstanbul'un birleşmesinden sonra bankaların pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamamasıdır. Bankalar tarafından yaratılan 5 milyar TL'lik hacim ise döviz ve kıymetli madene dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden kaynaklanmaktadır.

Aracı Kurumların Vadeli İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	57.0%	57.0%
11-20	22.9%	79.9%
21-69	20.1%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Takip eden tablolarda, yalnızca aracı kurumların vadeli işlem hacimleri incelenmiş olup, bankaların verileri hariç tutulmuştur. İşlem hacimlerindeki yoğunlaşmaya bakıldığında, en büyük hacimli iki aracı kurumun toplam işlem hacmindeki payının %23 olduğu görülmektedir. 10'luk

Aracı kurumlar, vadeli işlemlerinin büyük bir kısmını önceki dönemlerde olduğu gibi yurtiçi yatırımcılarla gerçekleştirmiştir. Ancak yıllık bazda yerli yatırımcıların hacmi nominal olarak %11 artarken yabancı yatırımcı hacmi %23 artmış; bunun neticesinde yerli yatırımcıların toplam vadeli işlem hacmindeki payı yaklaşık 2 puanlık bir azalış göstererek %76'ya düşmüştür. Diğer taraftan yabancı yatırımcılardaki artışın kaynağı olan yurtdışı kurum payındaki yükseliş, büyük ölçüde tek bir aracı kurum tarafından yapılan işlem hacmindeki artıştan kaynaklanmıştır.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Yatırımcı	77.3%	75.5%
Bireysel	62.8%	63.7%
Kurumlar	10.1%	8.0%
Kurumsal	4.4%	3.8%
Yurtdışı Yatırımcı	22.7%	24.5%
Bireysel	0.2%	0.4%
Kurumlar	18.6%	19.8%
Kurumsal	4.0%	4.3%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Departman bazında dağılım incelendiğinde, yabancı yatırımcıların payındaki artışın, yurtdışı satış departmanına yansıdığı görülmektedir. İnternet kanalıyla gerçekleşen işlemler ise, %34 ile pay senedi piyasasında olduğu gibi vadeli işlemlerde de en yoğun kullanılan kanal olmaya devam etmektedir.

2014 yılında aracı kurumların vadeli işlem hacmi 865 milyar TL olurken, yabancı yatırımcıların payı 2 puan artışla %25'e yükseldi.

Aracı Kurumların Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Satış	16.0%	10.7%
Merkez Dışı*	21.1%	25.1%
Şube	13.2%	12.0%
Acente	6.7%	11.3%
İrtibat Bürosu	1.3%	1.8%
İnternet	30.0%	33.6%
Çağrı Merkezi	0.3%	0.0%
Yatırım Fonları	1.4%	0.7%
Portföy Yönetimi	0.7%	0.2%
Kurum Portföyü	7.9%	5.7%
Yurtdışı Satış	22.5%	24.1%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

OPSİYONLAR

Opsiyonlar ülkemiz piyasalarında ilk kez 2012 yılı sonunda Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Hızla büyüyen opsiyon hacmi, 2013 yılı sonunda sadece 209 milyon TL iken, 2014 yılında yaklaşık 10 katına çıkarak 2 milyar TL'ye yükselmiştir.

Opsiyon hacmine karşılaştırmalı dönemlerde bakıldığında, bankaların her iki dönemde de kayda değer bir hacim yaratmadığı, ilgili ürünlerdeki hacmin neredeyse tamamen

aracı kurumlar tarafından yaratıldığı görülmektedir. Bunun nedeni, vadeli işlemlerde olduğu gibi bankaların pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamıyor olmasıdır.

2014 yılında 26 aracı kurum tarafından yaratılan 2 milyar TL'lik opsiyon işlem hacminin tamamına yakını işlem hacmi en yüksek 10 aracı kuruma aittir. Üç aracı kurum toplam işlem hacminin %78'ini oluştururken, 6 aracı kurumun payı %90'ı aşmaktadır.

Yatırım Kuruluşlarının Opsiyon İşlem Hacmi (Milyon TL)					
	Hacim			Pay	
	2013	2014	Değişim	2013	2014
Aracı Kurum	209.2	1,963.7	838.7%	100.0%	99.5%
Banka	0.0	9.6	A.D.	0.0%	0.5%
Toplam	209.2	1,973.4	843.4%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı Kurumların Opsiyon İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	96.2%	96.2%
11-20	3.8%	100.0%
21-26	0.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumlarca yapılan opsiyon işlemlerinin kırılımına ait veriler, Birliğimizce ilk kez 2014 yılında toplanmaya başlanmıştır. Bu nedenle, opsiyon verilerine ait yatırımcı ve departman bazındaki dağılım tabloları, sadece cari analiz dönemi olan 2014'e göre verilmiştir.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı	
	2014
Yurtiçi Yatırımcı	74.4%
Bireysel	50.6%
Kurumlar	21.5%
Kurumsal	2.3%
Yurtdışı Yatırımcı	25.6%
Bireysel	0.0%
Kurumlar	25.6%
Kurumsal	0.0%
Toplam	100.0%

Kaynak: TSPB

Pay senedi ve vadeli işlemler piyasalarında olduğu gibi opsiyon işlemlerinde de piyasa işlem hacminin büyük kısmını %74'lük payla yerli yatırımcılar oluşturmuştur. Alt kırılımlara bakıldığında; yerli yatırımcı hacminin yarısını bireysel yatırımcıların, yabancı yatırımcı hacminin de tamamını yurtdışı kurumların oluşturduğu görülmektedir.

Opsiyon piyasası işlem hacmi, hızlı artışına devam etti ve 2014 yılı sonunda 2 milyar TL'ye ulaştı. Bu işlemlerin %78'ini 3 aracı kurum gerçekleştirdi.

Aracı Kurumların Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı	
	2014
Yurtiçi Satış	28.3%
Merkez Dışı*	16.8%
Şube	10.6%
Acente	6.2%
İrtibat Bürosu	0.0%
İnternet	6.8%
Çağrı Merkezi	0.0%
Yatırım Fonları	1.5%
Portföy Yönetimi	0.0%
Kurum Portföyü	21.0%
Yurtdışı Satış	25.6%
Toplam	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

Departman bazında dağılım incelendiğinde, %28'lik pay ile yurtiçi satış departmanının ilk sırayı aldığı görülmektedir. Yurtiçi satış %26 payla yurtdışı satış takip ederken, bu dikkat çekici payın büyük bir bölümünü yabancı kökenli tek bir aracı kurum oluşturmaktadır. Opsiyon işlemleri için diğer önemli kanallar şube ve acenteler olup, diğer piyasalarda hakim durumda olan internet kanalının payı %7'de kalmıştır. Aracı kurumlar opsiyon işlemlerinin %21'ini kendi portföyleri için yapmıştır.



VARANT VE SERTİFİKALAR

2014 yılında piyasada sertifika işlemi yapılmamışken, aynı dönemde 58 aracı kurum, 11,7 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirmiştir. Varant işlem hacmi, önceki yıla oranla TL bazında %22, dolar bazında ise %5 oranında artmıştır. Bundan önceki rapor sonuçlarımızla uyumlu olarak, varant

ile piyasa yapıcılığı çerçevesinde yapılan işlemlere ait olup, toplam hacimdeki payı 2014'te 4 puan azalmıştır. Bu azalış, departman kırılımına bakıldığında da yurtdışı satışlardaki düşüşte kendini göstermektedir.

2014 yılında varant işlemlerindeki hakim kanal, %37 sevi-

Aracı Kurumların Varant ve Sertifika İşlem Hacmi			
	2013	2014	Değişim
Milyar TL	9.6	11.7	22.0%
Milyar \$	5.1	5.3	4.9%

Kaynak: Borsa İstanbul

piyasasındaki yoğunlaşma hayli yüksektir. Varant ihraç eden iki aracı kurum, işlem hacminin yarısını oluşturmuştur. En büyük pazar payına sahip 10 aracı kurum ise toplam işlem hacminin %83'lük kısmını gerçekleştirmiştir. Pay senetlerinde olduğu gibi varant işlemlerinde de hacim,

Varant Ve Sertifika İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	83.1%	83.1%
11-20	10.8%	93.9%
21-58	6.1%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu üründe yabancı işlemlerinin tamamı ihraççı yabancı kurum

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Yatırımcı	64.2%	67.6%
Bireysel	47.5%	48.0%
Kurumlar	16.4%	19.6%
Kurumsal	0.3%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	35.8%	32.4%
Bireysel	0.0%	0.0%
Kurumlar	35.8%	32.4%
Kurumsal	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Aracı Kurumların Departman Bazında Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Satış	7.3%	6.7%
Merkez Dışı*	11.4%	14.4%
Şube	5.0%	8.6%
Acente	4.4%	5.6%
İrtibat Bürosu	2.0%	0.2%
İnternet	38.9%	36.8%
Çağrı Merkezi	1.7%	1.9%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.0%
Kurum Portföyü	4.6%	7.9%
Yurtdışı Satış	35.8%	32.4%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

yesiyle internet kanalı olmuştur. İnternet kanalı ve yurtiçi satış departmanının payında azalma görülürken, şubelerin payının 4 puan, kurumların kendi portföylerine yaptıkları işlemlerin payının ise 3 puan arttığı görülmektedir. Böylelikle 2014/12 döneminde varant piyasasındaki yurtiçi yatırımcıların payındaki artışın ağırlıklı olarak şubeler ve kurum portföyü üzerinden gerçekleştiği anlaşılmaktadır.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen ve kamuoyunda "foreks" olarak bilinen kaldıraçlı alım-satım işlemlerini sadece aracı kurumlar yapabilmektedir. 2014 yılında bu piyasada 35 aracı kurum işlem yapmıştır.

Aracı Kurumların Kaldıraçlı İşlem Hacmi			
	2013	2014	Değişim
Milyar TL	4,955.7	7,693.1	55.2%
Milyar \$	2,572.9	3,516.2	36.7%

Kaynak: TSPB

Bu dönemde aracı kurumların yapmış olduğu kaldıraçlı işlemlerin hacmi, yıllık bazda TL cinsinden %55 artış ile 7,7 trilyon TL'ye, dolar cinsinden ise %37 artış ile 3,5 trilyon dolara yükselmiştir.

Kaldıraçlı İşlem Hacmi Sıralaması (2014)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	69.4%	69.4%
11-21	24.0%	93.4%
21-35	6.6%	100.0%

Kaynak: TSPB

2014 yılında kaldıraçlı işlemlerde en yüksek işlem hacmine sahip ilk üç aracı kurum, piyasa hacminin %28'ini oluştururken, takip eden yedi aracı kurum, toplam hacmin %42'sini oluşturmuştur. En düşük işlem hacmine sahip 15 aracı kurumun toplam payı ise %7'de kalmaktadır.

2014'te, kaldıraçlı işlem hacminin neredeyse tamamını yerli yatırımcılar oluştururken, bu hacmin yarısını yerli bireysel yatırımcılar oluşturmuştur. Bunun yanında, önemli kısmı kurum portföyü işlemlerini yansıtan yurtiçi kurumların toplam işlem hacmindeki payı 7 puan artarak %49'a yükselmiştir. Yurtdışı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı ise, önceki yıldan bu yana 4 puanlık azalış göstererek %1'in altına inmiştir. Bu durum iki aracı kuruma ait işlem hacminin önemli ölçüde azalmasından kaynaklanmaktadır.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Yatırımcı	94.8%	99.3%
Bireysel	52.9%	49.7%
Kurumlar	41.3%	48.6%
Kurumsal	0.6%	0.9%
Yurtdışı Yatırımcı	5.2%	0.7%
Bireysel	2.8%	0.3%
Kurumlar	2.3%	0.5%
Kurumsal	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Kaldıraçlı işlemler ağırlıklı olarak internet üzerinden yapılmaktadır. Ancak bu kanalın payı kurum portföyü işlemlerinin artmasıyla 3 puan kadar gerileyerek %35'e inmiştir. İşlemlerin %19'u ise yurtiçi satış departmanı üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Aracı Kurumların Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi Dağılımı		
	2013	2014
Yurtiçi Satış	18.8%	19.2%
Merkez Dışı*	3.4%	1.7%
Şube	3.4%	1.0%
Acente	0.0%	0.7%
İrtibat Bürosu	0.0%	0.0%
İnternet	38.2%	35.4%
Çağrı Merkezi	0.2%	0.1%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	39.4%	43.4%
Yurtdışı Satış	0.0%	0.3%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

KURUMSAL FİNANSMAN FAALİYETLERİ

Yatırım bankacılığı faaliyetlerinin incelendiği bu bölümde, aracı kurumların kurumsal finansman departmanları tarafından yapılan proje sayıları derlenmiştir.

2014 sonu itibarıyla herhangi bir yatırım bankacılığı faaliyeti olan kurum sayısı 33'tür. 2013 yılında 409 kurumsal finansman projesi tamamlanan sektörde, 2014'te 739 yeni proje imzalanmış, toplam projelerin 644 tanesi tamamlanmıştır.

2014 yılında toplam büyüklüğü 714 milyon TL olan 13 adet pay senedinin halka arzı gerçekleşmiştir. Bunun yanında bir şirket halka arz olmadan işlem görmeye başlamıştır. Önceki yıl ise 1,4 milyar TL tutarında 19 adet birincil halka arz gerçekleşmiş ve yine bir şirket halka arz olmadan işlem görmeye başlamıştır.

2014 yılında aracı kurumlar tahvil ihracında 469 adet yeni sözleşme yaparken, 465 tahvil ihracı gerçekleşmiş-

tir. Önceki yıl ihraç edilen tahvil sayısının 284 olduğu göz önünde alındığında, tahvil sayısında %64'lük bir artış olduğu görülmektedir.

2014 yılında, şirket satın alma ve birleşme sözleşmelerinin alışı ve satış taraflarında tamamlanan proje adedi ise özellikle satış tarafında gerileyerek 6 ve 8 olarak gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan sermaye artırımında tamamlanan işlem adedi 42, temettü dağıtımında tamamlanan işlem adedi ise 41 olmuştur. Bu işlemlerin büyük bir kısmı bir aracı kurumun grup şirketlerine sunduğu hizmetlerden kaynaklanmaktadır.

Sonuç olarak, süresi dolan veya feshedilen sözleşmelerle birlikte aracı kurumlar 2015 yılına 245 adet kurumsal finansman sözleşmesi ile girmiştir.

Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Proje Sayıları)				
	2013 Tamamlanan	Yeni Sözleşme	2014 Tamamlanan	Dönem Sonu
Birincil Halka Arz	20	17	14	14
İkincil Halka Arz	1	1	0	2
Tahvil İhracı	284	469	465	20
SAB-Alış	7	12	6	6
SAB-Satış	14	71	8	89
Finansal Ortaklık	0	1	0	0
Sermaye Artırımı	10	39	42	27
Temettü Dağıtımı	24	42	41	25
Özelleştirme Projeleri-Alış	4	4	3	2
Özelleştirme Projeleri-Satış	2	0	2	3
Diğer Danışmanlık	43	83	63	57
Toplam	409	739	644	245

Kaynak: TSPB

PORTFÖY YÖNETİMİ FAALİYETLERİ

Aracı kurumlar için bir diğer faaliyet alanı portföy yönetimidir. Aracı kurumlardan toplanan verilerle hazırlanan tablolar, bir yatırımcının birden fazla kurumda portföy yönetim hesabı olabileceği göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.

Portföy yönetimi alanında faaliyet gösteren aracı kurum sayısı 2014 sonunda, önceki yıla göre 5 adet azalmış ve 31 adet olmuştur. Aracı kurumlardan portföy yönetim hizmeti alan bireysel yatırımcı sayısı 2014'te bir önceki yıla göre %6 artış gösterirken, toplam yatırımcı sayısı da benzer oranda artarak 2.937'ye yükselmiştir. Yönetilen portföy büyüklüğü ise %32 oranında büyüyerek 6 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Bu büyümede en büyük etken B tipi yatırım fonlarının portföy büyüklüğündeki artıştır.

Toplam yatırımcıların %93'ünü oluşturan bireysel yatırımcılara ait portföy büyüklüğü, 2014 yılında %37'lik dikkat çekici bir artışla 1,1 milyar TL mertebesine ulaşmıştır.

Karşılaştırılan dönemler arasında pay senedi içerikli A tipi yatırım fonu sayısı 5 adet artarak 43 olurken, aynı

dönemde bu yatırım fonu grubunun toplam büyüklüğünde %27 oranında büyüme meydana gelmiştir. Bu büyümenin büyük kısmını, bir aracı kurumun kurduğu yeni fon oluşturmaktadır.

Aracı kurumlar tarafından yönetilen B tipi yatırım fonları ise, hem adet hem de portföy büyüklüğü açısından A tipi fonların önünde yer almaktadır. 2014 sonu itibarıyla bu gruba ait fon sayısı 72 olup, fon büyüklüğü önceki yıla göre %36 oranında artışla 4 milyar TL olmuştur. Bu dikkat çekici artış ağırlıklı olarak yeni fon yönetmeye başlayan bir aracı kurum ile fon büyüklüğü önemli miktarda artan iki aracı kurumdan kaynaklanmaktadır.

2014 sonu itibarıyla aracı kurumların diğer kurumsal yatırımcı kategorisinde müşterisi bulunmazken, portföyü yönetilen diğer kurum sayısı önceki yıla göre 12 adet artarak 87'ye yükselmiştir. Bu gruba ait portföy büyüklüğü ise %4 artış göstererek 450 milyon TL olmuştur.

Aracı kurumlar dışında, portföy yönetim şirketleri de bu hizmeti sunmaktadır. SPK tarafından yayınlanan verilere göre, portföy yönetimi faaliyetinde bulunan şirket sayısı bir

Aracı Kurumların Portföy Yönetim Faaliyetleri			
	2013	2014	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	36	31	-13.9%
Yatırımcı Sayısı	2,764	2,937	6.3%
Bireysel Yatırımcı Sayısı	2,574	2,735	6.3%
A Tipi Yatırım Fonu Sayısı	38	43	13.2%
B Tipi Yatırım Fonu Sayısı	74	72	-2.7%
Diğer Kurumsal Yatırımcı Sayısı	3	0	-100.0%
Diğer Kurum Sayısı	75	87	16.0%
Portföy Büyüklüğü (Mn. TL)	4,528	5,977	32.0%
Bireysel Yatırımcı	795	1,091	37.1%
A Tipi Yatırım Fonu	344	437	27.2%
B Tipi Yatırım Fonu	2,936	3,999	36.2%
Diğer Kurumsal Yatırımcı	18	0	-100.0%
Diğer Kurum Portföy	435	450	3.5%

Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketleri			
	2013	2014	Değişim
Portföy Yönetim Şirketi Sayısı	41	48	17.1%
Yatırımcı Sayısı	2,248	2,420	7.7%
Bireysel	1,368	1,506	10.1%
Kurumsal	604	606	0.3%
Tüzel	276	308	11.6%
Portföy Büyüklüğü (Mn. TL)	64,919	81,867	26.1%
Bireysel	1,872	2,090	11.6%
Kurumsal	57,991	74,127	27.8%
Tüzel	5,056	5,650	11.8%

Kaynak: SPK

önceki yıla göre 7 adet artarak 48 olmuştur. 2014 yılında bu kurumlar tarafından yönetilen portföy büyüklüğü yıllık %26 oranında artış göstererek, aracı kurumlara kıyasla daha düşük oranda büyümüş ve 82 milyar TL'ye ulaşmıştır. Portföy yönetim şirketlerince yönetilen bu tutar, aracı kurumların yönettiği toplam fon büyüklüğünün 13 katıdır. Portföy yönetim şirketlerinden hizmet alan yatırımcı sayısı ise aracı kurumlara göre daha yüksek oranda artış göstermesine rağmen 2.420 kişiyle aracı kurumların gerisinde kalmıştır. Portföy yönetim şirketlerinin daha düşük yatırımcı sayısına rağmen daha büyük portföy büyüklüğüne sahip olmasının nedeni hem ortalama portföy değerlerinin daha yüksek olması hem de bu şirketlerin müşterileri içerisinde kurumsal ve tüzel yatırımcıların payının aracı kurumlara kıyasla daha fazla olmasıdır. Bununla birlikte, Temmuz 2014'te uygulamaya geçen

yeni düzenleme ile yatırım fonlarının yönetimi sadece portföy yönetim şirketlerine verilmiştir. Aracı kurumlarda yönetilen fonların devir işlemlerinin Temmuz 2018'e kadar tamamlanması beklenmektedir.

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen portföylerin ortalama büyüklüğü aracı kurumlarca yönetilen portföylerin hayli üstündedir. Bu şirketlerden hizmet alan bireysel yatırımcıların ortalama portföy büyüklüğü, aynı dönemde 1,4 milyon TL iken, aracı kurumların hizmet verdiği bireysel yatırımcıların ortalama portföy büyüklüğü 400.000 TL civarındadır. Kurumsal yatırımcıların ortalama portföy büyüklüğüne bakıldığında ise portföy yönetim şirketlerinde 122 milyon TL olan tutarın, aracı kurumlarda 39 milyon TL olduğu görülmektedir.

KREDİLİ İŞLEMLER

Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken, portföy yönetimi faaliyetlerinde olduğu gibi, bir yatırımcının birden fazla

kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. 2013 yılı sonunda pay senedi işlemleri için kredi kullandı-

Kredili İşlemler			
	2013	2014	Değişim
Kredi Sözleşmeli Yatırımcı Sayısı	59,332	61,733	4.0%
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	10,417	9,914	-4.8%
Kredi Bakiyesi (Mn. TL)	1,160	1,148	-1.0%
Kişi Başına Kredi (TL)	111,316	115,756	4.0%

Kaynak: TSPB

ran aracı kurum sayısı 61 iken, 2014 sonunda bu sayı grup şirketiyle birleşen ve geçici kapalı duruma geçen kurumlarla birlikte 57'ye gerilemiştir.

Son bir yılda kredili işlem sözleşmesi bulunan yatırımcı sayısı %4 artış gösterirken, kredi kullanan yatırımcı sayısı %5 düşüş göstermiştir. Bu düşüşle birlikte kredi bakiyesi de %1 azalarak 1,1 milyar TL'ye gerilemiştir. Kişi başına kredi miktarı ise 2013'e kıyasla %4 artarak 2014 sonu itibarıyla yaklaşık 116.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

ŞUBE AĞI

Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumların biri hariç tamamı İstanbul merkezlidir. Aracı kurumlar, diğer illerdeki yatırımcılara şube, irtibat bürosu ve anlaşmalı acente şubeleri aracılığıyla ulaşabilmektedir.

2013 yılı sonunda merkez dışı birimi bulunan aracı kurum sayısı 54 iken, 2014 yılı sonu itibarıyla bu sayı geçici kapalı duruma geçen kurumlarla birlikte 2 adet azalmıştır. Diğer taraftan aracı kurumların yatırımcılara ulaşmak için kullandığı toplam merkez dışı birim sayısı bir yıl içinde 114 adet artarak 7.288'e yükselmiştir.

Aracı kurumların doğrudan sahip olduğu şube sayısı, 2014'te 3 adet azalarak 150'ye, şubesi bulunan aracı kurum sayısı ise 32'den 30'a gerilemiştir. İrtibat bürosu sayısı ise önceki yıla göre 4 adet azalarak 67'ye gerilemiştir. Acente sayısında gözlenen 121 adetlik artış banka şube ağının genişlemesinden kaynaklanmaktadır.

Erişim Ağı				
	Aracı Kurum Sayısı		Şube Sayısı	
	2013	2014	2013	2014
İrtibat Bürosu	24	25	71	67
Şube	32	30	153	150
Acente	21	22	6,950	7,071
Toplam	54	52	7,174	7,288

Kaynak: TSPB

İNTERNET İŞLEMLERİ

2014 sonu itibarıyla, fiziki erişim noktaları dışında interneti kullanarak yatırımcılara ulaşan aracı kurum sayısı, bir önceki yıla göre 5 adet azalarak 69'a düşmüştür. Son bir yılda bir aracı kurum internet üzerinden hizmet sunmaya başlarken, kapanan veya geçici kapalı duruma geçen kurumlar yüzünden toplam sayı azalmıştır.

2014 yılında 63 aracı kurum pay senedi, 10 aracı kurum SGMK kesim alım-satım, 11 aracı kurum repo ve ters repo, 50 aracı kurum vadeli işlem, 5 aracı kurum opsiyon, 44 aracı kurum varant ve 27 aracı kurum kaldıraçlı alım satım işlemleri için internet kanalından hizmet sunmuştur.

İnternette pay senedi alım-satım işlemi yapan yatırım-

cı sayısının 2014'te %4 düşmesine rağmen, yaratılan işlem hacmi %4 artarak 410 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde vadeli işlem yapan yatırımcı sayısının %50 arttığı ve işlem sayısının iki katına çıktığı, hacmin ise benzer bir gelişme sergileyemediği gözlemlenmektedir. Varant işlemlerinde de benzer şekilde yatırımcı ve işlem sayısı önemli oranda artarken, hacim artışı aynı boyutta olmamıştır. Bunun nedeni ortalama işlem büyüklüğünde yaşanan küçülmelerdir. İnternet üzerinden kaldıraçlı işlem yapan yatırımcı sayısı %87 oranında büyürken, işlem sayısı fazla artış göstermemiş, işlem hacmi ise bir önceki yıla göre %44 artarak 2,7 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır.

İnternet kanalının toplam işlem hacmi içerisinde en yük-

İnternet İşlemleri			
	2013	2014	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	74	69	-6.8%
Pay Senedi			
Yatırımcı Sayısı	338,716	326,241	-3.7%
İşlem Sayısı	49,393,739	47,044,408	-4.8%
Hacim (Mn. TL)	395,035	410,472	3.9%
SGMK Kesin Alım-Satım			
Yatırımcı Sayısı	75	63	-16.0%
İşlem Sayısı	479	365	-23.8%
Hacim (Mn. TL)	2.2	1.7	-22.4%
Repo-Ters Repo			
Yatırımcı Sayısı	1,222	1,047	-14.3%
İşlem Sayısı	28,439	17,127	-39.8%
Hacim (Mn. TL)	153.6	228.3	48.6%
Vadeli İşlem*			
Yatırımcı Sayısı	7,499	11,212	49.5%
İşlem Sayısı	5,706,629	11,979,095	109.9%
Hacim (Mn. TL)	225,787	288,165	27.6%
Opsiyon			
Yatırımcı Sayısı	-	28	A.D.
İşlem Sayısı	-	13,665	A.D.
Hacim (Mn. TL)	-	134	A.D.
Varant ve Sertifika			
Yatırımcı Sayısı	26,762	39,365	47.1%
İşlem Sayısı	2,099,289	2,876,868	37.0%
Hacim (Mn. TL)	3,755	4,271	13.7%
Kaldıraçlı İşlemler			
İşlem Yapan Yatırımcı Sayısı	14,534	27,125	86.6%
İşlem Sayısı	13,458,556	17,601,754	30.8%
Hacim (Mn. TL)	1,894,077	2,720,599	43.6%

Kaynak: TSPB

* 2013 yılında opsiyon piyasasını da içermektedir.

sek paya sahip olduğu işlem türleri sırasıyla %37, %36 ve %33 ile varant işlemleri, kaldıraçlı işlemler ve vadeli işlemler olurken; pay senedi işlemlerinde internet kanalı

kullanım oranı %24'tür. SGMK işlemlerinde ise internetin payı sıfıra yakın olmuştur.

ÇAĞRI MERKEZİ İŞLEMLERİ

İşlem hacminin incelendiği bölümden hatırlanacağı üzere çağrı merkezi aracılığıyla yapılan işlemlerin payı hayli düşüktür. Bir önceki yıl çağrı merkezi üzerinden hizmet sunan aracı kurum sayısı 17 iken, bir aracı kurumun grup şirketi ile birleşmesi, diğer bir kurumun da çağrı merkezi işlemlerini durdurması neticesinde 2014 yılı sonunda bu sayı 15'e düşmüştür. Bu bölümdeki veriler incelenirken, internet işlemlerinde olduğu gibi, bir yatırımcının birden fazla aracı kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Çağrı merkezlerinde yatırımcı ve işlem sayısı tüm ürünlerde düşerken; pay senedi, varant ve kaldıraçlı işlemlerde hacim artışı görülmektedir. Buna rağmen departman bazında dağılımlara bakıldığında, çağrı merkezlerinin toplam hacimdeki payı birçok işlemde %1'in altında kalmaktadır.

Çağrı Merkezi İşlemleri			
	2013	2014	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	17	15	-11.8%
Pay Senedi			
Yatırımcı Sayısı	23,026	18,547	-19.5%
İşlem Sayısı	549,976	372,835	-32.2%
Hacim (Mn. TL)	5,711	6,354	11.3%
SGMK Kesin Alım-Satım			
Yatırımcı Sayısı	29	17	-41.4%
İşlem Sayısı	221	193	-12.7%
Hacim (Mn. TL)	2.0	0.4	-81.1%
Repo-Ters Repo			
Yatırımcı Sayısı	2,604	2,120	-18.6%
İşlem Sayısı	16,681	13,465	-19.3%
Hacim (Mn. TL)	304	162.5	-46.5%
Vadeli İşlem*			
Yatırımcı Sayısı	415	378	-8.9%
İşlem Sayısı	25,149	8,062	-67.9%
Hacim (Mn. TL)	2,340	428	-81.7%
Opsiyon			
Yatırımcı Sayısı	0	0	-
İşlem Sayısı	0	0	-
Hacim (Mn. TL)	0	0	-
Varant ve Sertifika			
Yatırımcı Sayısı	1,504	1,518	0.9%
İşlem Sayısı	15,592	12,218	-21.6%
Hacim (Mn. TL)	166	219	32.6%
Kaldıraçlı İşlemler			
Yatırımcı Sayısı	246	224	-8.9%
İşlem Sayısı	8,632	6,023	-30.2%
Hacim (Mn. TL)	7,458	8,542	14.5%

Kaynak: TSPB

* 2013 yılında opsiyon piyasasını da içermektedir.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Aracı kurumlarda çalışan sayısı 2014 sonu itibarıyla, önceki yılın aynı dönemine göre erkek ağırlıklı olmak üzere 177 kişi artmıştır. Böylece çalışan sayısı 2008'in üçüncü çeyreğinden bu yana en yüksek seviye olan 5.657'ye ulaşmıştır. Bu artışın önemli bir kısmı, kaldırıcı işlemlerde uzman-

laşan kurumların işe alımlarını yansıtmaktadır. Sektörde istihdam edilen kadın çalışanların oranı son 5 yıldır olduğu gibi %40 oranında seyrederken, kurum başına ortalama çalışan sayısı 66 olmuştur.

2014 yılı sonunda çalışan sayısı 5,657'ye ulaşırken, sektördeki kadın çalışanların oranı son 5 yılda olduğu gibi %40 oranında seyretti.

Aracı Kurumlarda Çalışan Sayısı			
	2013	2014	Değişim
Kadın	2,210	2,281	3.2%
Erkek	3,270	3,376	3.2%
Toplam	5,480	5,657	3.2%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Departman Dağılımı

Çalışanların departman dağılımı incelendiğinde, 2013 yılına kıyasla en büyük pay artışının 2 puan ile yurtiçi satış departmanında gerçekleştiği görülmektedir. Bunun nedeni, kaldırıcı işlemlerde uzmanlaşmış aracı kurumların işe alımlarını, ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanlarına yapmasıdır. Yurtiçi satış departmanlarındaki ortalama çalışan sayısı 2013'te 10 kişi iken, 2014 sonu itibarıyla 13 kişi olmuştur.

Önceki dönemlere benzer olarak, 2014'te de aracı kurumlarda istihdam, merkez dışı birimlerde yoğunlaşmıştır. Merkez dışı birimler arasında en büyük istihdam ise, yıllık bazlı 1 puan düşüşe rağmen %16 ile şubeler tarafından yaratılmaya devam etmiştir. İstihdam yoğunlaşmasında, ikinci ve üçüncü sırayı %15 ile mali ve idari işler ve %13'lük oranla yurtiçi satış departmanı almıştır.

Departmanlara Göre Çalışanlar				
	Çalışanların Dağılımı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2013	2014	2013	2014
Merkez Dışı*	28.2%	27.1%	5.4	5.5
Şube	16.7%	15.6%	6.0	5.9
Acente	5.5%	5.5%	4.2	4.7
İrtibat Bürosu	6.0%	5.9%	-	-
Yurtiçi Satış	10.3%	12.7%	9.6	12.9
Broker	4.3%	3.5%	3.0	2.8
Dealer	7.1%	6.0%	6.6	6.4
Yurtdışı Satış	3.3%	3.7%	4.4	4.9
Hazine	2.0%	2.0%	3.0	3.4
Portföy Yönetimi	0.9%	0.9%	2.1	2.2
Kurumsal Finansman	3.4%	3.3%	4.6	4.6
Araştırma	4.6%	4.8%	4.8	4.9
Mali ve İdari İşler	15.2%	14.8%	8.8	9.7
İç Denetim-Teftiş	3.3%	3.2%	2.0	2.1
İnsan Kaynakları	1.2%	1.3%	1.7	1.8
Bilgi İşlem	5.0%	5.3%	4.0	4.3
Diğer	11.2%	11.6%	7.3	8.8

Kaynak: TSPB

*Şube, acente ve irtibat bürosu toplamıdır.

Çalışanların Eğitim Durumu

Sektörde genel olarak her dört çalışandan üçü en az lisans eğitime sahip olup, bu oran önceki yıla göre 1 puan artış göstermiştir. Eğitim profilinde yoğunlaşma 2014 yılı sonunda da sadece lisans diploması sahibi çalışanlarda olmaya devam etmiş, bu kişilerin sayısı önceki yıla göre 2 puan artarak %64'e ulaşmıştır. Sektöre yeni katılan 4 yıllık fakülte mezunlarının, ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanlarında istihdam edildiği anlaşılmaktadır. Diğer kırılımlara bakıldığında ise yüksek lisans derecesine sahip 759 çalışanın sektörün %13'ünü oluşturduğu, doktora diplomasına sahip çalışan sayısının ise 32 kişiyle %1'in altında kaldığı görülmektedir.

Çalışanların Eğitim Durumu		
	2013	2014
Doktora	0.5%	0.6%
Yüksek Lisans	13.4%	13.4%
Lisans	62.4%	63.7%
Yüksekokul	6.3%	6.3%
Lise	13.8%	12.9%
Ortaokul	1.6%	1.3%
İlkokul	2.0%	1.8%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Yaş Dağılımı

Aracı kurum çalışanları yaş dağılımı bazında incelendiğinde, 30 yaş altı çalışanların oranında yıllık bazda 2 puanlık artış gerçekleştiği, bu grubun payının %28'e yükseldiği görülmektedir. Özellikle kaldırıcı işlemler üzerine yoğunlaşmış kurumların 30 yaş altı çalışan dilimlerindeki artışlar, sektörün yeni mezunlara istihdam olanağı yarattığını göstermektedir. 30-40 yaş bandındaki çalışanların oranında 3 puanlık bir azalış gerçekleşmiş ve bu kişilerin payı %39'a düşmüştür. 41 yaş ve üstü çalışanların oranında ise 1 puanın üstünde bir artış gözlemlenmektedir.

Çalışanların Yaş Dağılımı		
	2013	2014
18-25	8.1%	9.3%
26-30	17.8%	18.2%
31-35	19.2%	18.7%
36-40	23.1%	20.7%
41-45	19.5%	19.7%
46-50	8.3%	9.0%
51-55	2.7%	3.1%
56-60	0.7%	0.9%
61+	0.5%	0.4%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Kaldırıcı işlemler üzerine yoğunlaşmış kurumların 30 yaş altı çalışan dilimlerindeki artışlar, sektörün yeni mezunlara istihdam olanağı yarattığını göstermektedir.



Çalışanların İş Tecrübesi

2014 yılı sonunda 5 yıldan az tecrübeli çalışanların oranı önceki yıla göre 1 puan artarak toplam çalışanların yaklaşık dörtte birini oluşturmuştur. 6-10 yıl tecrübeli çalışan grubu da bir önceki yıla göre 1 puanlık artış sergileyerek %21 ile istihdamın en çok yoğunlaştığı grup olmuştur. Toplamda 10 yıldan az tecrübeli kişilerin payı %43'den %45'e yükselmiştir. Yaş dağılımı ve iş tecrübesi bulgularından hareketle sektörün daha az tecrübeli ve genç çalışanlara istihdam olanağı yarattığı görülmektedir.

Çalışanların İş Tecrübesi		
(Yıl)	2013	2014
0-2	10.4%	11.2%
3-5	12.6%	12.6%
6-10	20.4%	21.4%
11-15	20.2%	17.5%
16-20	20.1%	20.4%
21-25	11.7%	11.7%
26-30	3.3%	3.7%
31+	1.4%	1.6%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Cinsiyeti

2013 yılı sonunda toplam çalışanların %40'ını oluşturan kadınların payı yıl içerisinde fazla bir değişiklik göstermemiş, 2014 yılı sonunda %41 olarak gerçekleşmiştir.

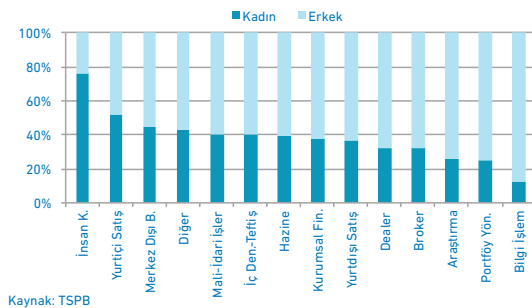
Cinsiyete göre departman dağılımı, kadınların en yoğun istihdam edildiği bölümün %76 ile insan kaynakları departmanı olduğunu göstermektedir. İnsan kaynakları departmanını %52 pay ile yurtiçi satış bölümü, %45 ile merkez dışı birimler takip etmiştir. Hazine ve kurumsal finansman departmanlarında çalışan kadınların ağırlığı, karşılaştırılan dönemde sırasıyla 3 ve 2 puan azalarak %39 ve %38 olarak gerçekleşmiştir. Broker ve dealer kadrolarında çalışanların ise %32'si kadındır. Kadınların en düşük oranda istihdam edildiği bölüm bilgi işlem olurken, bu oran önceki

yıla göre 3 puan artmıştır.

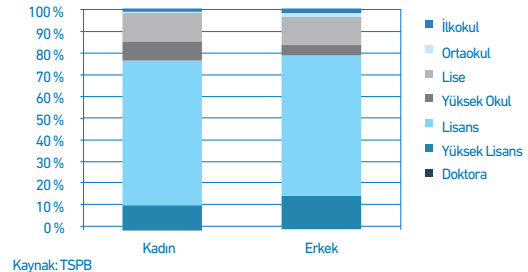
Departman bazındaki en büyük değişim portföy yönetimi ve araştırma departmanlarında yaşanmıştır. 2014 yılında portföy yönetiminde çalışan kadınların payı bir önceki yıla göre 6 puan artarak %25 (14 kişi) olurken, araştırma departmanında çalışan kadınların payı 5 puan düşerek %26'ya (72 kişi) inmiştir.

Cinsiyete göre eğitim dağılımına bakıldığında, kadınların %65, erkeklerin ise %63'ünün 4 yıllık üniversite mezunu olduğu görülmektedir. Bu oranlar geçen yıla göre kadınlarda 3 puan, erkeklerde ise 1 puan artış göstermiştir. Kadın çalışanlarda yüksekokul mezunlarının payı (%9), erkek-

Cinsiyete Göre Departman Dağılımı, 2014



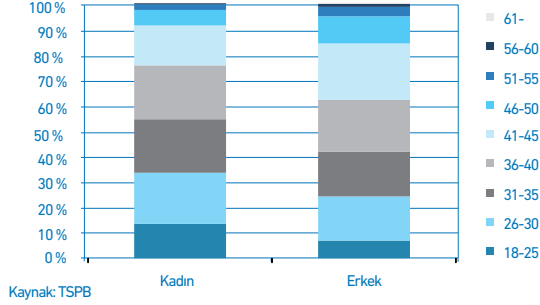
Cinsiyete Göre Eğitim Dağılımı, 2014



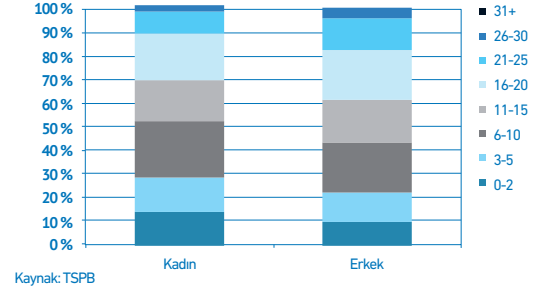
lere (%5) göre daha fazlayken, erkek çalışanlarda yüksek lisans ve üstü diplomaya sahip olanların payı (%16), kadınlara (%11) kıyasla daha yüksektir.

yıllarda yurtiçi satış departmanlarında kadınları istihdam etmeye başlamasıyla artmıştır. 50 yaş üzerindeki grupta toplam çalışanların %27'si kadındır.

Cinsiyete Göre Yaş Dağılımı, 2014



Cinsiyete Göre İş Tecrübesi Dağılımı, 2014



Yaş gruplarının cinsiyete göre dağılımı, sektördeki kadınların yaş ortalamasının erkeklerden daha düşük olduğunu göstermektedir. Kadın çalışanların %54'ü 35 yaş ve altı grupta yer alırken, erkek çalışanlarda bu oran %42'ye inmektedir. Kadın çalışanların yalnızca %2'si (51 kişi) 50 yaş üzerindiyken, erkek çalışanların %5'i (200 kişi) 50 yaş üzerindedir.

Toplam çalışanlar içerisinde kadınların sayıca daha fazla olduğu tek yaş grubu olan 18-25 yaş aralığında, çalışanların %67'sini kadınlar oluşturmaktadır. Bu oran kaldırıcı işlemlerde uzmanlaşan aracı kurumların son

Cinsiyete göre iş tecrübesi dağılımları da, yukarıdaki verilere paralel olarak, iş tecrübesi arttıkça kadınların ağırlığının azaldığını göstermektedir. Kadın çalışanların %49'u, erkeklerin ise %57'si, 10 yıl üstü deneyime sahiptir.

20 yıl üstü deneyime sahip çalışanların ise yalnızca %31'i kadındır. Yaş ve iş tecrübesinin yönetim kademeleri ile doğru orantılı olduğu düşünülürse, üst kademelerde kadınların daha az temsil edildiği tahmin edilmektedir.



GENEL DEĞERLENDİRME

Raporumuzda aracı kurum sektörünün 2014/12 dönemi faaliyet verileri, önceki yılın aynı dönemiyle kıyaslanarak değerlendirilmiştir.

Pay senedi işlem hacmi, 2014 yılında bir önceki yıla göre %6 artarak 1,7 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2014 sonu itibarıyla yabancı yatırımcıların işlem hacmi payı hafif bir artış göstererek %20 olurken, yerli bireyler %60'lık payla en büyük yatırımcı grubu olmuştur. Son bir yıllık süreçte pay senedi işlemlerinde internet kanalı, hakim payını korumuştur. Yurtdışı satış kanalı da, yabancı yatırımcıların işlemlerindeki artışa paralel olarak yakın geçmişte yakaladığı artış ivmesini sürdürmüştür.

Aracı kurum ve bankaların tahvil-bono kesin alım satım işlem hacmi bir önceki döneme göre %35 azalarak 1,26 trilyon TL'ye gerilerken, repo ve ters repo işlemlerinde toplam hacim bir önceki yıla göre %15 artış göstererek 14,6 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Aracı kurumların her iki işlem çeşidinde de pazar payı %9 civarında olmuştur.

Vadeli işlemler hacmi 2014'te yıllık bazda %5 artış kaydetmiştir. 2013 yılında vadeli işlemlerin Borsa İstanbul bünyesine geçmesinden sonra bankaların pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamıyor olması nedeniyle, bu işlem hacminin neredeyse tamamını aracı kurumlar oluşturmuştur. İşlem hacminin %76 pay ile büyük çoğunluğu önceki dönemlerde olduğu gibi yurtiçi yatırımcılara aittir.

2012 yılı sonunda işlem görmeye başlayan opsiyonlarda hacim 2014 sonunda yaklaşık 10 misline çıkarak 2 milyar TL olmuştur. Vadeli işlemlerde olduğu gibi opsiyon işlemlerinde de bu hacmin neredeyse tamamını, bankaların pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamıyor olması nedeniyle aracı kurumlar oluşturmuştur. Yine vadeli işlemlere benzer şekilde, piyasa hacminin %74 ile önemli bir kısmına bireysel yatırımcılar başta olmak üzere yurtiçi yatırımcılar hakim olmuştur.

2014 yılı itibarıyla varant işlem hacmi 2013 yılına kıyasla

TL bazında %22 artış göstermiştir. Pay senedi ve vadeli işlemlerde olduğu gibi, varant işlemlerinde de hacim, %68 ile ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılar tarafından oluşturulmuştur.

2014'te aracı kurumların yapmış olduğu kaldıraçlı işlem hacmi, yıllık bazda %55 artış göstererek 7,7 trilyon TL'ye yükselmiştir. Bu işlemler ağırlıklı olarak bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir.

2014 sonu itibarıyla herhangi bir yatırım bankacılığı faaliyeti olan kurum sayısı 33'tür. 2013 yılında 409 kurumsal finansman projesi tamamlanan sektörde, 2014 yılında 739 yeni proje imzalanmış, toplam projelerin 644 tanesi aynı dönemde tamamlanmıştır. Cari dönemde gerçekleştirilen 13 adet halka arzın büyüklüğü 714 milyon TL olurken, toplam 465 adet tahvil ihracı tamamlanmıştır.

Aracı kurumlardan portföy yönetim hizmeti alan yatırımcı sayısı 2014'te bir önceki yıla göre %6 artış göstermiştir. Yönetilen portföy büyüklüğü ise %32 gibi dikkat çekici bir oranda büyüyerek 6 milyar TL olurken, bu büyümenin önemli bir kısmını B tipi yatırım fonları oluşturmuştur. Aracı kurumlar dışında, portföy yönetim şirketleri de bu hizmeti sunmaktadır. Aynı dönemde 48 portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen portföy büyüklüğü yıllık %26 artış göstererek 82 milyar TL'ye ulaşmıştır. Portföy yönetim şirketlerince yönetilen bu tutar, aracı kurumların yönettiği toplam fon büyüklüğünün yaklaşık 13 katıdır.

2013 yılında pay senedi işlemleri için kredi kullandıran aracı kurum sayısı 60 iken, 2014 yılında bu rakam 55'e gerilemiştir. Kredi kullanan yatırımcı sayısı önceki yıla göre %6 düşerken, toplam kredi bakiyesi de %2 azalarak 1,1 milyar TL olmuştur.

2014 sonu itibarıyla merkez dışı birimi bulunan aracı kurum sayısı 52 olup, aracı kurumların yatırımcılara ulaşmak için kullandığı şube, irtibat bürosu ve acente sayısı bir yıl içinde toplam 114 adet artarak 7.288'e yükselmiştir.

Aracı kurumlarda çalışan sayısı 2014 yılında 177 kişi artarak 5.657 kişiye ulaşmıştır. Sektörde istihdam edilen kadın çalışan oranı %40 oranında seyrederken, kurum başına ortalama çalışan sayısı 66 olmuştur.

Cinsiyet dağılımı incelendiğinde yaş ve iş tecrübesi arttıkça kadın çalışanların ağırlığının azaldığı görülmektedir. Yaş dağılımı ve iş tecrübesi bulgularından hareketle sektörün, özellikle kaldırıcı işlemlerde uzmanlaşan aracı kurumların, yurtiçi satış departmanlarında üniversiteden yeni mezun gençlere istihdam olanağı yaratmaya başladığı gözlemlenmektedir.



ARACI KURUMLARIN 2014 YILI FİNANSAL VERİLERİ

2014 sonu itibariyle aracı kurum sektörünün toplam varlıkları 15 milyar TL'ye, özkaynakları da 3,7 milyar TL seviyesine çıkmıştır. Aracı kurumların toplam gelirleri, hem türev alım-satım işlemlerinden hem de kaldıraçlı işlemlerden elde edilen kazançların katkısıyla bir önceki döneme göre %27 artarak 1,8 milyar TL'ye çıkmıştır. Öte yandan, yüksek finansman giderlerinin etkisiyle sektörün kârı önceki yıla göre %30 düşerek 372 milyon TL'ye gerilemiştir.



Gökben Altaş
galtas@tspb.org.tr

Bu çalışmamızda aracı kurumların Birliğimize sağladığı finansal veriler değerlendirilmektedir. Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan ve 2010 yılında yayınlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen

dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğu için, rapordaki tablolarda bu verilere yer verilmiştir. Analizde 2013 yılı için 95, 2014 yılı için ise 85 aracı kurumun finansal verileri ele alınmıştır.

BİLANÇO ANALİZİ

2014 sonu itibarıyla aracı kurum sektörünün toplam varlıkları, bir önceki yılın aynı dönemine göre %8 artarak 15,1 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Likit bir yapı-

ya sahip olan sektörün bilançosunda toplam varlıkların %93'ünü dönen varlıklar oluşturmaktadır. Sektörün özkaynağı %10 artışla 3,7 milyar TL ulaşmıştır.

Aracı Kurumların Bilançosu (Milyon TL)					
	2013	2014	% Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Dönen Varlıklar	12,964	14,138	9.1%	92.7%	93.4%
Duran Varlıklar	1,023	993	-3.0%	7.3%	6.6%
Toplam Varlıklar	13,987	15,132	8.2%	100.0%	100.0%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,579	11,395	7.7%	75.6%	75.3%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	71	78	10.0%	0.5%	0.5%
Özkaynaklar	3,337	3,659	9.6%	23.9%	24.2%
Toplam Kaynaklar	13,987	15,132	8.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların toplam varlıkları 15 milyar TL'ye ulaşmıştır.

VARLIKLAR

Dönen Varlıklar

Sektör bilançosunun yarısından fazlasını nakit ve nakit benzeri varlıklar oluşturmaktadır. Aracı kurumlar 8,5 milyar TL tutarındaki nakitlerinin önemli bir kısmını (%89'unu) vadeli mevduatta değerlendirmektedir. Vadeli mevduatların dörtte üçü önceki dönemlerde olduğu gibi iki aracı kuruma aittir. İleride değinileceği gibi sektörün para piyasasına borcunun %79'unu da bu iki kurum yapmıştır.

Aracı kurumların kısa vadeli finansal yatırımları 1 milyar TL civarında olup, bu yatırımların dörtte üçünü sabit getirili menkul kıymetler oluşturmaktadır. Son yıllarda özel sektör sabit getirili menkul kıymet piyasasındaki canlanma aracı kurumların finansal tablolarına da yansımış, bu araçlara daha çok yatırım yapılmaya

başlanmış ve bu araçların kısa vadeli finansal yatırımlardaki payı %40'a kadar yükselmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıklarının %27'sini oluşturan kısa vadeli ticari alacaklar daha çok sektörün takasa ilişkin alacaklarını yansıtmaktadır. Aracı kurumların 2014 sonu itibarıyla menkul kıymet işlemlerine ilişkin Takasbank'tan 1,6 milyar TL alacağı bulunurken, aynı dönemde kredili ve diğer müşterilerinden alacakları 2 milyar TL civarındadır.

Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonlarından kaynaklanan alacakları ifade eden Türev Araçlar, 47 milyon TL civarındadır. Bir aracı kurumun satış amacıyla elinde bulundurduğu maddi duran varlığı 13 milyon TL'dir.

Kutu 1: Aracı Kurumların Portföy Dağılımı

Kısa vadeli finansal yatırımlar, nakit ve nakit benzeri varlıklar beraber değerlendirildiğinde, aracı kurum sektörünün portföy tercihlerine dair bir inceleme yapmak mümkündür. Buna göre sektörün toplam portföyü 2014 sonu itibarıyla 9,3 milyar TL olup, bu portföyün önemli bir kısmı repo ve mevduatta değerlendirilmektedir. Kısa vadeli sabit getirili menkul kıymet yatırımları ise toplam portföyün %9'u kadardır.

Aracı Kurumların Portföy Dağılımı (Milyon TL)

FİNANSAL ARAÇLAR	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Repo ve Mevduat	7,667	8,262	7.8%	89.0%	88.6%
Kamu Tahvil/Bono	415	362	-12.9%	4.8%	3.9%
Özel Sektör Tahvil/Bono	329	427	29.9%	3.8%	4.6%
Pay Senedi	169	167	-1.4%	2.0%	1.8%
Diğer	34	107	212.8%	0.4%	1.1%
Toplam	8,614	9,325	8.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların pay yatırımları 167 milyon TL olup, portföylerinin yalnızca %2'sini oluşturmaktadır. Aracı kurumların portföyünün %1'ini oluşturan diğer yatırımların önemli bir kısmını bir aracı kurumun uzun vadeli mevduatları oluşturmaktadır.

Aracı Kurumların Varlıkları (Milyon TL)					
	2013	2014	Değişim	Dağılım	
	2013	2014	Değişim	2013	2014
DÖNEN VARLIKLAR	12,964	14,138	9.1%	92.7%	93.4%
Nakit ve Nakit Benzerleri	7,872	8,318	5.7%	56.3%	55.0%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	947	1,063	12.2%	6.8%	7.0%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	3,815	4,149	8.8%	27.3%	27.4%
Diğer Alacaklar (Kısa Vadeli)	274	343	25.3%	2.0%	2.3%
Türev Araçlar	12	47	281.1%	0.1%	0.3%
Peşin Ödenmiş Giderler	18	26	48.2%	0.1%	0.2%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	13	44	247.5%	0.1%	0.3%
Diğer Dönen Varlıklar	14	136	884.6%	0.1%	0.9%
Satış Amacıyla Elde Tut. Duran Var.	0	13	A.D.	0.0%	0.1%
II. DURAN VARLIKLAR	1,023	993	-3.0%	7.3%	6.6%
Ticari Alacaklar (Uzun Vadeli)	0.3	1	83.0%	0.0%	0.0%
Diğer Alacaklar (Uzun Vadeli)	40	57	41.4%	0.3%	0.4%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	658	617	-6.3%	4.7%	4.1%
Özkaynak Yön. Değer. Yatırımlar	58	60	3.5%	0.4%	0.4%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8	0	A.D.	0.1%	0.0%
Maddi Duran Varlıklar	136	154	13.2%	1.0%	1.0%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30	37	22.7%	0.2%	0.2%
Peşin Ödenmiş Giderler	8	2	-73.7%	0.1%	0.0%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	83	65	-22.3%	0.6%	0.4%
Diğer Duran Varlıklar	0.4%	1	262.0%	0.0%	0.0%
TOPLAM VARLIKLAR	13,987	15,132	8.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Duran Varlıklar

1 milyar TL civarında olan duran varlıkların en önemli kalemini uzun vadeli finansal yatırımlar oluşturmaktadır. Bir sonraki tabloda detaylarına yer verilen uzun vadeli finansal yatırımların üçte ikisini paylar oluştururken bu tutarın önemli bir kısmı iştirak hisselerini içermektedir. Bazı aracı kurumlar ise iştiraklerini “diğer finansal yatırımlar” başlığı altında takip etmektedir. Bir diğer ifadeyle, sektörün uzun vadeli finansal yatırımlarının büyük çoğunluğu iştirak hisse senetlerindedir.

Öte yandan, aracı kurum iştiraklerinin kaydedildiği bir diğer kalem özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar olup, 2014 sonu itibarıyla bu kalem 60 milyon TL'dir. Uzun vadeli finansal yatırımlar ile bu kalem birlikte ele alındığında 15 milyar TL'lik aktif büyüklüğüne sahip aracı kurumların 730 milyar TL tutarında iştiraki bulunmaktadır.

Aracı Kurumların Uzun Vadeli Finansal Yatırımları (Milyon TL)					
FİNANSAL ARAÇLAR	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Pay	408	397	-2.7%	57.0%	58.7%
Kamu Tahvil/Bono	10	5	-46.4%	1.3%	0.8%
Özel Sektör Tahvil/Bono	1	1	-8.7%	0.2%	0.2%
Diğer	298	274	-8.1%	41.6%	40.4%
Toplam	716	677	-5.5%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KAYNAKLAR

Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların kaynaklarının dörtte üçünü kısa vadeli yükümlülükler, kalan bölümünü de özsermayeleri oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin payı %1'in altındadır.

Yükümlülükler

2014 yılı itibarıyla 11 milyar TL'yi aşan kısa vadeli yükümlülüklerin üçte ikisini (7,4 milyar TL) kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu borçlar ağırlıklı olarak Takasbank Para Piyasasına borçlardan (6 milyar TL) oluşmaktadır. Aynı hesaptaki bir diğer önemli kalemler olan banka kredileri de 1 milyar TL'ye ulaşmıştır. Aracı kurum işlemlerinin detayına bakıldığında çeşitli kurumların para piyasası ya da banka kredisi yoluyla borçlanarak elde ettikleri kaynağı mevduatta değerlendirdikleri görülmektedir. Söz konusu işlemlerin önemli bir kısmı iki kurum tarafından yapılmakta olup, vadeli mevduatın dörtte üçünü elinde tutan bu iki aracı kurum sektörün para piyasasına borcunun %79'unu oluşturmaktadır.

Aracı kurumların kısa vadeli ticari borçları 3,6 milyar TL olup, bu kalemin 2 milyar TL'sini müşteri bakiyeleri oluşturmaktadır. Bu kalemler müşterilerin para piyasasından alacakları, müşterilere repo işlemlerinden doğan borçlar

ile takastan alınıp müşteri hesaplarına yansıtılacak olan müşteri borçlarını yansıtmaktadır. Aynı hesabın altında yer alan aracı kurumların Takasbank'a olan borçları 1 milyar TL'dir. Özetle, kısa vadeli ticari borçların 3 milyar TL gibi önemli bir kısmı, kurumların takas yükümlülüklerini yansıtmaktadır. Aracı kurumların varlıklarında takip edilen takasa ilişkin alacaklar (3,7 milyar TL) göz önünde bulundurulduğunda sektörün 2014 sonu itibarıyla net 700 milyon TL civarında alacağı bulunmaktadır.

Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonlarına ilişkin yükümlülükleri ifade eden Türev Araçlar, 27 milyon TL'ye gerilemiştir.

78 milyon TL olan uzun vadeli yükümlülüklerin en önemli kalemi sektörün 60 milyon TL'yi bulan kıdem tazminatı karşılıklarını içeren uzun vadeli karşılıklardır.

Aracı Kurumların Kaynakları (Milyon TL)					
	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	10,579	11,395	7.7%	75.6%	75.3%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,829	7,375	8.0%	48.8%	48.7%
Uzun Vadeli Borçlanmanın Kısa Vadeli Kısımları	1	1	-2.1%	0.0%	0.0%
Diğer Finansal Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	9	19	115.8%	0.1%	0.1%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	3,226	3,590	11.3%	23.1%	23.7%
Diğer Borçlar (Kısa Vadeli)	87	218	150.9%	0.6%	1.4%
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	31	39	23.7%	0.2%	0.3%
Türev Araçlar	262	27	-89.8%	1.9%	0.2%
Ertelenmiş Gelirler	0.0	0.2	920.8%	0.0%	0.0%
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	43	21	-52.3%	0.3%	0.1%
Kısa Vadeli Karşılıklar	65	68	4.5%	0.5%	0.5%
Diğer Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	25	37	49.9%	0.2%	0.2%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	71	78	10.0%	0.5%	0.5%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6	5	-27.2%	0.0%	0.0%
Ticari Borçlar (Uzun Vadeli)	0.2	0.2	0.3%	0.0%	0.0%
Diğer Borçlar (Uzun Vadeli)	1	1	28.4%	0.0%	0.0%
Uzun Vadeli Karşılıklar	53	60	13.4%	0.4%	0.4%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	0	3	A.D.	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11	10	-14.7%	0.1%	0.1%
Diğer Yükümlülükler (Uzun Vadeli)	0.0	0.2	399.6%	0.0%	0.0%
ÖZKAYNAKLAR	3,337	3,659	9.6%	23.9%	24.2%
Ödenmiş Sermaye	1,789	2,053	14.8%	12.8%	13.6%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	292	280	-4.0%	2.1%	1.9%
Geri Alınmış Paylar	-3	0	A.D.	0.0%	0.0%
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	8	8	0.0%	0.1%	0.1%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	104	107	3.4%	0.7%	0.7%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	290	470	62.3%	2.1%	3.1%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	330	368	11.5%	2.4%	2.4%
Net Dönem Kârı/Zararı	529	372	-29.6%	3.8%	2.5%
TOPLAM KAYNAKLAR	13,987	15,132	8.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Özkaynaklar

Bir önceki yıla kıyasla %10 artış gösteren özkaynaklar, 2014 sonunda 3,7 milyar TL seviyesinde olup toplam kaynakların %24'ünü oluşturmaktadır. Sektörün ödenmiş sermayesi 2 milyar TL iken, buna ilişkin enflasyon düzeltmesi farkları 280 milyon TL'dir.

Halka açık 3 aracı kurumda toplam 8,2 milyon TL pay senedi ihraç primi bulunmaktadır. 2014 sonu itibarıyla aracı kurum sektörünün yedekler ile geçmiş yıl kârlarının toplamı 840 milyon TL olup, ilgili dönemdeki net kârı 372 milyon TL'dir.

Sonuç

Aracı kurumlar 2014 döneminde toplam varlıklarını bir önceki yıla göre %8 artırarak 15,1 milyar TL'ye çıkarmıştır. Sektör bilançosunun yarısından fazlası aracı kurumların kendi hesaplarına yaptıkları mevduat, ters repo ve para piyasasından alacaklarını içeren nakit ve nakit benzeri varlıklardan oluşmaktadır.

Yükümlülükler tarafında ise büyük bir kısmı para piyasasına borçları ifade eden kısa vadeli borçlanmalar bilanço-

nun yarısını oluşturmuştur. Finansal tabloların detayları, bazı kurumların banka kredisi ve para piyasası yoluyla borçlanarak bu tutarı ağırlıklı olarak vadeli mevduatlarda değerlendirdiğini göstermektedir. Bilançodaki payı %24 olan özkaynaklar, 2014 sonu itibarıyla 3,7 milyar TL olup, bu tutarın yarısından fazlasını ödenmiş sermaye oluşturmuştur.

GELİR TABLOSU ANALİZİ

Bu bölümde aracı kurumların gelir ve gider dağılımı incelendikten sonra sektörün kârlılığına ilişkin değerlendirme yapılmıştır. Gelir dağılımı analizi, aracı kurumların gelir detaylarından türetilen verilerle yapılmıştır.

Gelir Dağılımı

Sektörün toplam esas faaliyet gelirleri 2014 yılında geçen yıla kıyasla %27 artışla 1,8 milyar TL'ye çıkmıştır.

Aracı Kurumların Gelir Dağılımı (Milyon TL)					
	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Aracılık Gelirleri	895	1,017	13.7%	64.2%	57.5%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	52	260	399.0%	3.7%	14.7%
Kurumsal Finansman Gelirleri	133	136	2.3%	9.5%	7.7%
Varlık Yönetimi Gelirleri	57	48	-15.6%	4.1%	2.7%
Diğer Gelirler	257	308	19.9%	18.4%	17.4%
Toplam	1,394	1,770	26.9%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların en önemli gelir kaynağı, daha önceki yıllarda olduğu gibi aracılık gelirleridir. Kutu 2'de detayları açıklanan bu gelirler bir önceki seneye göre %14 artarak 1 milyar TL'yi aşmıştır. Bu gelirlerin yarısını pay işlemlerinden elde edilen aracılık komisyon gelirleri oluşturmuştur. Aracı kurumlar için yeni bir faaliyet alanı olan kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirler de toplam aracılık gelirlerinin üçte birinden fazladır.

Aracı kurumların kendi portföylerine yaptıkları finansal araç alım satımından elde edilen kazançlar, türev işlemlerden elde edilen gelirlerin katkısıyla beş misline çıkarak 260 milyon TL'ye ulaşmıştır. Finansal araç bazında kurum portföyü kazançlarının detaylarına bakıldığında en büyük kazanç 232 milyon TL ile türev işlemlerinden elde edilmiştir. Bir aracı kurumun bu işlemlerden elde ettiği yüksek kâr genel sonuçta etkili olmuştur.

Finansal araç alım-satımının dışında kurumlar, aracı kurumların faaliyetlerinin incelendiği bir önceki raporda da belirtildiği gibi, kurumsal finansman, varlık yönetimi ve kredili işlemler gibi diğer faaliyetlerde de bulunmaktadır.

Kutu 3'te detayları verilen aracı kurumların kurumsal finansman gelirleri 2014 yılında fazla değişmeyerek 136 milyon TL olmuştur. Bu dönemde 35 aracı kurum kurumsal finansman geliri elde etmiştir.

Aracı kurumların bir diğer faaliyet alanı olan varlık yönetimine ilişkin gelirlerinin bir önceki yıla göre azaldığı görülmektedir. Aracı kurumların faaliyetlerini ele alan önceki raporda değinildiği gibi karşılaştırılan dönemde yönetilen portföy büyüklüğünde %32'lik bir artış söz konusuysa, varlık yönetim gelirleri %16 azalarak 49 milyon TL'ye inmiştir. Aslında, yönetilen portföy büyüklüğündeki artış, daha çok kısa vadeli sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapılan, B tipi likit fonlardan kaynaklanmıştır. 2014 yılı içerisinde aracı kurumlar yatırım fonu yönetimi ve satışından 32 milyon TL, yönettikleri bireysel ve diğer yatırımcıların portföy yönetiminden de 17 milyon TL gelir yaratmıştır.

Aracı kurumların diğer gelirleri iki dönem arasında 257 milyon TL'den 308 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu başlık altında en önemli gelir kaynağı aracı kurumların kredili menkul kıymet işlemlerinden elde ettikleri faiz gelirleri olup, karşılaştırılan dönemler arasında bu kalem %15 artarak 141 milyon TL'ye çıkmıştır.



Kutu 2: Aracı Kurumların Aracılık Gelirleri

2014'de pay piyasası işlemlerinde ki %6 artışa (1,7 trilyon TL) rağmen, paylardan elde edilen komisyon gelirleri %3 azalarak 495 milyon TL'ye inmiştir. Sektörün ortalama efektif pay senedi komisyon oranları da %0,033'ten %0,031'e (yüzbinde 31) düşmüştür. Söz konusu oran kurum portföyleri dışında müşterilere yapılan işlemlerin (1,6 trilyon TL), komisyon gelirlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Bu oranın yatırımcılardan tahsil edilen komisyon oranı olarak değil, aracı kuruma kalan pay olarak değerlendirilmesi gerekir.

Aracı Kurumların Aracılık Gelirleri* (Milyon TL)

	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Pay Senedi	510	495	-2.8%	56.9%	48.7%
Türev İşlem	124	130	4.6%	13.9%	12.8%
SGMK	12	16	28.6%	1.4%	1.6%
Yabancı Menkul Kıymet	2	3	55.3%	0.2%	0.2%
Kaldıraçlı İşlem	247	374	51.2%	27.6%	36.7%
Toplam	895	1,017	13.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Komisyon iadeleri netleştirilmiştir.

Karşılaştırılan yıllarda aracı kurumların vadeli ve opsiyon işlem hacimleri %16 artarken, bu işlemlerden elde edilen aracılık komisyonları %5 artışla 130 milyon TL olmuştur. Türev işlemlerinde hesaplanan efektif ortalama komisyon oranları, pay senetlerinin yaklaşık yarısı kadar olup, karşılaştırılan dönemlerde %0,018'den %0,016'ya (yüzbinde 16) inmiştir.

Kaldıraçlı işlemler aracı kurumlar için yeni bir faaliyet alanı olup, aracı kurumlar bu işlemlerden toplam aracılık gelirlerinin %37'si kadar (374 milyon TL) kazanç sağlamıştır. İşlem aracılığı yapan kurumlar da dahil olmak üzere 38 aracı kurumun gelir yarattığı bu işlemlerde yoğunlaşma yüksek olup, ilk iki aracı kurum kaldıraçlı işlem gelirlerinin %35'ini üretmiştir. 2014 yılında müşterilerle yapılan foreks işlemlerinin %20'sini bu iki kurum oluşturmaktadır.

Kutu: 3 Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri

En temel kurumsal finansman faaliyetlerinden biri halka arz işlemleri olup, yalnızca aracı kurumlar bu faaliyeti gerçekleştirebilmektedir. 2013'e göre 2014'te hisse senedi halka arz tutarı yarıya inerken (714 milyon TL), tahvil ihraçlarında hem sayı (330'dan 517'ye) hem de ihraç tutarındaki (56 milyar TL'den 66 milyar TL'ye) artışla halka arz aracılık işlemlerinden elde edilen gelir bir önceki yıla göre %26 artmış, 100 milyon TL olmuştur.

Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (Milyon TL)

	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Halka Arz	79	100	26.0%	59.5%	73.3%
Şirket Satın Alma-Birleşme	34	13	-62.0%	25.5%	9.5%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	2	2	5.5%	1.2%	1.3%
Diğer Danışmanlık	18	22	19.3%	13.7%	16.0%
Toplam	133	136	2.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Şirket satın alma-birleşme işlemlerinde aracı kurumlar dışında danışmanlık şirketleri gibi diğer şirketler de bu piyasada faaliyet göstermektedir. Yine karşılaştırılan dönemde aracı kurumların tamamladığı şirket satın alma-birleşme projesi sayısı 21'den 14'e inerken, ilgili gelirleri üçte birine inmiştir. 2014 yılında sadece 2 aracı kurum bu faaliyetlerden gelir elde etmiştir.

Gider Dağılımı

Sektörün operasyonel giderleri 2014 yılında bir önceki seneye göre %13 artarak 1,4 milyar TL'ye yükselmiştir.

Sektör giderlerinin %13'ünü oluşturan pazarlama ve satış giderleri 32 milyon TL artarak 176 milyon TL olmuştur. Bu grupta yer alan, yurtiçi ve yurtdışındaki finansal araç işlemlerine (pay senedi, türev, SGMK, para piyasası işlemleri vb.) ilişkin işlem payları ile takas ve saklama giderlerini

temsil eden işlem payları bir önceki yıla göre %33 artmış, 105 milyon TL olmuştur. Artışta bir aracı kurumun yurtdışındaki türev işlem hacimlerindeki ve ilgili giderlerindeki yükseliş önemli olmuştur.

Faaliyet giderlerinin yarısını çalışanlarla ilgili giderler oluşturmaktadır. 2014 yılı içinde çalışan sayısının artmasına paralel olarak, personel giderleri %12 artışla 698 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu giderlere, ücretlerin yanı sıra, çalışanlarla ilgili sigorta, servis, yemek, özel sağlık sigortası gibi yan ödeme ve giderler de dahildir.

Sektörde ortalama çalışan sayısı 2013'te 5.382 iken, 2014'te 5.533'e çıkmıştır. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyeti hesaplanabilmektedir. 2013 yılında 9.209 TL olan bu tutar, enflasyon oranına paralel olarak 2014 yılında 10.520 TL'ye yükselmiştir.

Aracı kurumlarda ortalama çalışan maliyeti 2013 yılında 9.209 TL iken enflasyon oranına paralel olarak 2014 yılında 10.520 TL'ye yükselmiştir.

Aracı Kurumların Gider Dağılımı (Milyon TL)					
	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	144	176	22.5%	12.0%	13.0%
İşlem Payları	79	105	33.2%	6.6%	7.7%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Gid.	65	71	9.4%	5.4%	5.2%
Genel Yönetim Giderleri	1,057	1,182	11.9%	88.0%	87.0%
Personel Giderleri	627	698	11.5%	52.2%	51.4%
Amortisman Giderleri	28	30	7.8%	2.4%	2.2%
İtfa Payları	4	4	17.9%	0.3%	0.3%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	13	9	-34.0%	1.1%	0.6%
Komisyon ve Diğer Hizmet Gid.	33	40	21.3%	2.8%	3.0%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	57	64	12.0%	4.7%	4.7%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	295	337	14.0%	24.6%	24.8%
Toplam	1,200	1,358	13.1%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KÂRLILIK

2014 yılında pay senedi işlemlerinden elde edilen komisyon gelirleri düşerken, aracı kurumlar için yeni bir faaliyet alanı olan kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerin (374 milyon TL) etkisiyle aracılık gelirleri bir önceki seneye göre %14 artış göstermiş ve 1 milyar TL'yi aşmıştır.

Karşılaştırılan yıllar arasında türev işlemlerinden elde edilen kazançların etkisiyle, aracı kurumların kendi portföylerine yaptıkları finansal araç alım satımından elde edilen kazançlar, 5 misline çıkarak 260 milyon TL olmuştur.

Aracı kurumlar, varlık yönetimi, kurumsal finansman, kredili işlemler gibi diğer esas faaliyetlerinden de toplamda 492 milyon TL gelir elde etmişlerdir.

Sonuç olarak, aracı kurumların toplam gelirleri (tabloda Brüt Kâr/Zarar) bir önceki yıla göre %27 artarak 1,8 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sektörün toplam giderleri ise karşılaştırılan yıllarda %13 artarak 1,4 milyar TL'ye çıkmıştır. Gelirlerdeki yüksek artışa bağlı olarak faaliyet kârı da iki misline çıkarak 463 milyon TL olmuştur.

Gelir tablosunda bazı aracı kurumlar finansman gelir/ giderlerini yatırım faaliyetlerinden gelir/giderler içinde sınıflandırmıştır. Yatırım faaliyetlerinden 2013 yılında nette 2 milyon TL zarar edilirken, bu yıl 8 milyon TL net kazanç yaratılmıştır. Böylece, finansman gideri öncesi faaliyet kârı, karşılaştırılan dönemde iki kat artarak 478 milyon TL'ye çıkmıştır.

Öte yandan 2013 yılında bir aracı kurumun iştirak satışındaki yüksek gelir sayesinde net finansman geliri 380 milyon TL iken, bu rakam 2014 yılında eksiye dönmüştür. Zararda, portföyüne dövizle bağlı türev işlem yapan bir aracı kurumun yüksek kur farkı giderleri etkili olmuştur.

Aracı Kurumların Gelir Tablosu (Milyon TL)					
	2013	2014	Değişim	Dağılım	
				2013	2014
Satış Gelirleri	188,930	192,478	1.9%	A.D.	A.D.
Satışların Maliyeti	-187,536	-190,708	1.7%	A.D.	A.D.
BRÜT KAR/ZARAR	1,393.9	1,769.6	26.9%	100.0%	100.0%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-143	-176	22.8%	-10.3%	-9.9%
Genel Yönetim Giderleri	-1,057	-1,182	11.9%	-75.8%	-66.8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1	-0.2	-57.4%	0.0%	0.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	86	177	104.7%	6.2%	10.0%
Diğer Faaliyet Giderleri	-54	-125	129.8%	-3.9%	-7.1%
FAALİYET KARI/ZARARI	226	463	105.4%	16.2%	26.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8	8	2.6%	0.6%	0.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-10	-0.3	-97.2%	-0.7%	0.0%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	5	7	32.2%	0.4%	0.4%
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ FAAL. K/Z	229	478	108.7%	16.4%	27.0%
Finansman Gelirleri	918	779	-15.2%	65.9%	44.0%
Finansman Giderleri	-539	-804	49.3%	-38.6%	-45.4%
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ K/Z	609	453	-25.6%	43.7%	25.6%
Sürdürülen Faal. Vergi Gelir/Gideri	-80	-83	3.4%	-5.8%	-4.7%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-132	-59	-55.7%	-9.5%	-3.3%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	52	-24	A.D.	3.7%	-1.4%
SÜRD. FAAL. DÖNEM KARI/ZARARI	529	370	-30.0%	37.9%	20.9%
Durdurulan Faal. Vergi Sonrası Dönem K/Z	0	2	A.D.	0.0%	0.1%
DÖNEM KARI/ZARARI	529	372	-29.6%	37.9%	21.0%

Kaynak: TSPB

Sonuçta aracı kurumların 2013 yılında 609 milyon TL olan vergi öncesi kârı 453 milyon TL'ye gerilemiştir. Vergi giderleri düşüldüğünde 2014 yılında sektörün dönem kârı bir önceki yıla göre %30 azalarak 372 milyon TL'ye inmiştir.

Yıl içinde 57 aracı kurum kâr yazarken, 28 kurum zarar etmiştir. Net kârın toplam gelirlere oranını gösteren kârlılık ise ilgili dönemde %38'den %21'e gerilemiştir.

Aracı Kurumların Kâr Dağılımı			
	2013	2014	Değişim
Kâr Eden Kurum Sayısı	50	57	14.0%
Zarar Eden Kurum Sayısı	45	28	-37.8%
Toplam Kurum Sayısı	95	85	-10.5%
Kâr Toplamı (Milyon TL)	585	400	-31.6%
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-57	-29	-49.7%
Net Dönem Kârı (Milyon TL)	529	372	-29.6%
Kârlılık*	38%	21%	A.D.

Kaynak: TSPB

*Net Kâr/Toplam Gelirler

Net kârdaki gerileme ile 2013 yılında %17 olan sektörün özsermaye kârlılık oranı, bu yılın ilk dokuz ayında %11'e gerilemiştir. Benzer şekilde, sektörün hisse başına kazan-

cı karşılaştırılan dönemler arasında 30 kuruştan 18 kuruşa inmiştir.

Özsermaye Kârlılık Oranı ve Hisse Başına Kazanç			
	2013	2014	Değişim
Son 12 Ay Net Dönem Kârı (Milyon TL)	529	372	-29.6%
Ortalama Özsermaye (Milyon TL)	3,197	3,469	8.5%
Özsermaye Kârlılık Oranı	16.5%	10.7%	-35.1%
Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	1,789	2,053	14.8%
Hisse Başına Kazanç (TL)	0.30	0.18	-38.7%

Kaynak: TSPB

YOĞUNLAŞMA ANALİZİ

Bu bölümde aracı kurumlar varlık ve gelir büyüklüğüne göre çeşitli faaliyet alanlarında sıralandırılmıştır.

En yüksek varlık büyüklüğüne sahip ilk iki aracı kurum, sektör toplam varlıklarının yarısına sahiptir. İlk 20 aracı kurumda bu oran %85'e çıkmaktadır. Varlık büyüklüğüne göre aracı kurumlar sıralandığında, ilk 20 aracı kurum pay piyasası işlem hacminin %56'sını, vadeli işlemlerin de %62'sini üretmiştir. Bu grupta 11 aracı kurum kaldıraçlı işlem yaparken, müşterilerle gerçekleştirilen kaldıraçlı işlemlerin %28'ini bu kurumlar gerçekleştirmiştir.

Komisyon gelirlerinin yarısına sahip olan bu kurumlar, pay işlem komisyonlarının %62'sini, vadeli işlem komisyonlarının ise dörtte üçünü yaratırken, toplam kaldıraçlı işlem gelirlerindeki payı %27 olmuştur. Komisyon dışındaki varlık yönetimi ve kurumsal finansman gibi diğer esas faaliyet gelirleri ile faiz geliri gibi diğer gelirlerde daha yüksek paya sahip olan bu grup, net kârın üçte ikisini elde etmiştir. Bu gruptaki aracı kurumlar sektör çalışanlarının yarısını istihdam etmektedir.

Varlık Büyüklüğüne Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar				
2014	1-20	21-40	41-60	61-85
Varlık	85%	9%	4%	2%
Pay İşlem Hacmi	56%	24%	11%	8%
Vadeli İşlem Hacmi	62%	27%	6%	5%
Kaldıraçlı Alım Satım İşlemi (Müşteri)	28%	50%	15%	7%
Net Aracılık Gelirleri	50%	36%	9%	6%
Pay	62%	24%	8%	7%
Vadeli İşlem	76%	16%	5%	3%
Kaldıraçlı İşlem	27%	57%	11%	5%
Faaliyet Geliri	62%	27%	6%	4%
Net Kâr	66%	35%	0%	-1%
Çalışan Sayısı	50%	24%	17%	9%

Kaynak: TSPB

Toplam varlıkların %9'unu oluşturan ikinci 20 aracı kurum ise gelirlerin %27'sini net kârın da %35'ini üretmiştir. Aynı kurumlar kaldıraçlı işlemlerin yarısını yaratırken bu işlemlerden elde edilen gelirin %57'sini üretmiştir. Büyük aracı kurumlar kaldıraçlı işlem yapsa da bu işlemler ağırlıklı olarak ikinci grupta yer alan orta ölçekli kurumlarda yapılmaktadır.

Kalan gruplarda yer alan aracı kurumlar toplam varlıklarda sadece %6 paya sahipken, bu kurumlarda toplam çalışanların dörtte biri yer almaktadır.

Daha önceki bölümde değinildiği üzere, 2014 sonu itibarıyla aracı kurumların toplam esas faaliyet gelirleri 1,8 milyar TL'dir.

Kurumlar faaliyet gelirlerine göre sıralandığında, ilk 20 aracı kurumun toplam gelirlerin %72'sini yarattığı görülmektedir. Bu kurumların vadeli işlem ve kaldıraçlı işlem hacimlerindeki paylarının, bu işlemlerden elde edilen gelirlerden aldıkları payın gerisinde olması dikkat çekmektedir. Bu durum, bu kurumların daha yüksek kâr marjında aracılık geliri yarattığını göstermektedir. Aynı aracı kurumlar toplam kârın da %79'unu üretmiştir.

İkinci grupta yer alan kurumlar varlıkların %14'ü ile faaliyet gelirlerinin beşte birini üretmiştir. Bu kurumlarda sektör çalışanlarının %28'i istihdam edilmektedir. Kalan 45 kurum faaliyet gelirlerinden yalnızca %9 pay almışken, toplamda zarar etmiştir. Bu kurumlar toplam çalışanların beşte birini istihdam etmektedir.

Faaliyet Gelirlerine Göre Sıralanmış Aracı Kurumlar				
2014	1-20	21-40	41-60	61-85
Varlık	78%	14%	5%	3%
Pay İşlem Hacmi	60%	23%	12%	4%
Vadeli İşlem Hacmi	71%	17%	9%	4%
Kaldıraçlı Alım Satım İşlemi (Müşteri)	55%	23%	22%	0%
Net Aracılık Gelirleri	67%	22%	9%	2%
Pay	60%	29%	9%	3%
Vadeli İşlem	77%	14%	6%	3%
Kaldıraçlı İşlem	70%	19%	12%	0%
Faaliyet Geliri	72%	20%	7%	2%
Net Kâr	79%	20%	3%	-8%
Çalışan Sayısı	51%	28%	14%	7%

Kaynak: TSPB



FON DAĞITIM PLATFORMLARI

Her ne kadar dünyada yatırım fonu dağıtım kanallarında bankalar önemli role sahip olsa da, teknolojinin de etkisiyle hisse senedi ve diğer finansal araçlar gibi, yatırım fonları da elektronik platformlar üzerinden alınıp satılmaya başlamıştır. Genellikle büyük finansal kurumların sahip olduğu platformlarda yurtiçi ve yurtdışındaki fonlar işlem görebilmektedir. Bağımsız finansal danışman ve planlayıcıların yoğun olduğu ABD ve İngiltere'de yoğun olarak kullanılan elektronik fon dağıtım platformları İtalya, İspanya ve Fransa gibi Avrupa'nın diğer ülkelerinde de görülmeye başlamıştır. Finansal kuruluşların yanı sıra, işlem sonrası takas, saklama gibi hizmet sunan uluslararası kuruluşlar da bünyelerinde oluşturdukları fon platformları ile yurtiçi ve yurtdışındaki fonları yatırımcılar ile buluşturmaktadır. Ülkemizde aynı amaçla Takasbank bünyesinde oluşturulan TEFAS 9 Ocak 2015'te faaliyete geçmiştir.

6

7

8

9


Gökben Altaş
galtas@tspb.org.tr

Dünyada sürekli gelişen ve değişen yapısıyla finansal piyasalarda artan rekabet baskısı, piyasa katılımcılarını yeni arayışlara sürüklemektedir. Gittikçe bilinçlenen yatırımcılar karşısında finansal profesyoneller yeni yatırım çözümleri üretme ihtiyacı duymuş; finansal danışmanlar kişiye özel hizmetler sunmaya başlamıştır. Pek çok fonun bir arada bulunduğu elektronik fon platformları da özellikle finansal danışmanların ve fon yöneticilerinin yatırımcı ihtiyaçlarını karşılayacağı yeni bir çözüm aracı olarak ortaya çıkmıştır.

Dünyada 31 trilyon \$'lık portföy büyüklüğüne yaklaşan menkul kıymet yatırım fonu sektörü, finansal piyasaların vazgeçilmez bir unsuru olup, fon satış kanalları da değişen piyasa yapılarıyla birlikte gelişmeye ve yenilenmeye başlamıştır. Her ne kadar dünyada fon dağıtım kanallarında bankalar önemli role sahip olsa da, teknolojinin de etkisiyle hisse senedi, sabit getirili menkul kıymetler ve diğer finansal araçlar gibi, fonlar da elektronik platformlar üzerinden alınıp satılmaya başlamıştır. Ulusal sınırların aşıldığı finansal piyasalarda, sınır ötesi fonların işlem gördüğü platformların kurulması da kaçınılmaz olmuştur.

Genellikle büyük banka ve diğer finansal kuruluşların sahip olduğu platformları temelde ikiye ayırmak mümkündür. Kapalı mimari yapı denebilecek ilk yapıda finansal kurumların sadece kendi portföylerindeki fonlar alınıp satılmaktadır. Bu yapı bir anlamda finansal kurumun

fonlarının farklı bir pazarlama yöntemi olarak değerlendirilebilir. Açık mimari yapıda ise farklı kurumların fonları işlem görmektedir. Bu platformlarda genellikle fon yöneticisi platformda fonlarının işlem görmesi için platforma aidat öderken, yatırımcılardan işlem başına komisyon alınmaktadır.

Bağımsız finansal danışman ve planlayıcıların yoğun olduğu ABD ve İngiltere'de yoğun olarak kullanılan elektronik fon dağıtım platformları, İtalya, İspanya ve Fransa gibi Avrupa'nın diğer ülkelerinde de görülmeye başlamıştır. Bununla birlikte büyük fon dağıtım platformlarının genellikle uluslararası alanda faaliyet gösterdiği görülmektedir.

Dünyada fon dağıtım kanalları hakkında genel bilgi verilerek başlanan raporumuzda, uluslararası alanda faaliyet gösteren önde gelen açık mimari yapıdaki fon dağıtım platformları ele alınmıştır. Son olarak, Türkiye'de Takasbank yönetiminde 9 Ocak 2015'te faaliyete geçen Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu ve işleyişine yer verilmiştir.

Farklı kurumların fonlarının işlem gördüğü açık mimari yapıdaki fon platformlarında çoğunlukla, fon yöneticisi platformda fonlarının işlem görmesi için platforma aidat öderken, yatırımcılardan işlem başına komisyon alınmaktadır.

I. FON DAĞITIM KANALLARI

Fon yöneticileri yatırımcılara çeşitli kanallardan ulaşabiliirken, bu kanallar ülkelerin finans piyasası yapısı ve kültürüne göre değişmektedir. Gün geçtikçe artan ve değişen fon dağıtım kanallarını temelde 5 başlık altında toplamak mümkündür.

Profesyonel Finansal Danışmanlık: Yatırımcıların portföy tercihlerinde, özel bankacılık hizmeti veren banka ve diğer finansal kuruluşların yatırım danışmanları, bağımsız finansal danışmanlar, bağımsız yatırım danışmanları, bağımsız finansal planlayıcılar gibi çeşitli danışmanlar önemlidir. Danışmanlar yatırımcılara tavsiyede bulunduğu gibi, doğrudan portföylerini de yönetebilmektedir. Bu kapsamda danışmanlar yatırımcılardan danışmanlık hizmet bedelinin yanı sıra prim/performans ücreti de alabilmektedir.

Emeklilik Planları: Özel emeklilik programlarının yaygın olduğu ABD ve İngiltere gibi ülkelerde emeklilik planları fon dağıtım kanallarının başında gelmektedir. Örneğin ABD’de işveren ve çalışan katkılı 401(k) isimli emeklilik planları¹ çerçevesinde, kişiler emeklilik hesabı açmak istedikleri finansal kurum, yatırım yapabilecekleri araçları, yatırım stratejisini belirleyebilmektedir. Özel emeklilik programlarının yaygın olduğu ülkelerde bağımsız yatırım danışmanları veya finansal planlayıcılar yatırımcıların emeklilik planlarını yönetmektedir.

Doğrudan Dağıtım: Yatırımcılar, yatırım şirketinden herhangi bir tavsiye veya danışmanlık almadan kendi portföylerini oluşturmaktadır. Bu yatırımlarda, yatırımcılar genellikle sadece büyük ve bilinir yatırım şirketlerinin fonlarını doğrudan almaktadır.

Fon Platformları/Süpermarketleri: Son on yılda daha çok kullanılmaya başlanan fon süpermarketleri, araçların (bazen doğrudan yatırımcıların) portföylerini internet üzerinden görebildiği ve yönetebildiği elektronik platformlardır. Platformlar genellikle alım satım işlemlerinin yanı sıra saklama hizmetleri sunmaktadır. Yatırımcılar için eğitim ve bilgilendirme materyallerinin, geniş kapsamlı finansal

raporların yer aldığı platformlar kullanımı kolay online ve mobil teknolojileri de geliştirmektedir.

Platformların gelir kaynağı ülkeden ülkeye farklılık gösterirken, hemen hemen hepsinde fon yöneticileri fonlarının platformda işlem görmesi için platforma giriş ücreti ve yıllık aidat ödemektedir. Çoğu ülkede finansal danışman veya planlayıcılar gibi araçlar platforma giriş ücreti ve yıllık aidat ödemesi yaparken, araçlar müşterileri ile yaptıkları anlaşma çerçevesinde bu ücretleri müşterisinden tahsil etmektedir. Bir kısım platformlar işlemler üzerinden komisyon alabilmektedir. İşlemlerin büyük bir bölümü internet üzerinden yapılırken, bazı platformlarda telefonla da işlem yapılabilir.

Kurumsal Kanal: Yukarıda bahsi geçen ilk dört kanalın hedef kitlesi daha çok bireysel yatırımcılar ve nispeten daha az portföye sahip küçük şirketlerdir. Büyük şirketlerin hazine departmanları, sigorta şirketleri, aile şirketleri, vakıflar ve bu kurumların bünyesindeki belirlenmiş fayda planları² (defined benefit plans) kurumsal kanalın hedef kitlesi olup, bu yatırımcılar için daha yüksek meblağda portföy yönetimi söz konusudur. Bu kanalda daha çok kuruma özel yatırım danışmanlığı ve fon yönetimi söz konusudur.

¹ ABD’de işveren destekli emeklilik programlarının yaklaşık dörtte üçü 401(k) planlarını uygulamaktadır. 401(k) planları çerçevesinde, özel sektörde işverenler çalışan ücretlerinin belirli bir tutarını, bir emeklilik fonunda değerlendirmektedir. 401(k) planında çalışan katkısı (belirli oran ve belirli yaş sınırında) teşvik edilmektedir. Belirli bir limitin altındaki işveren ve çalışan katkısı için vergi muafiyeti mevcuttur. 401(k) planları ve ABD’deki özel emeklilik sistemi için detaylı bilgiye TSPB’nin aylık yayın organı Sermaye Piyasasında Gündem’in Ağustos 2010 sayısından ulaşılabilir.

² Emeklilik döneminde elde edilecek geri ödemelerin daha önceden belirlendiği emeklilik planlarıdır. Ayrıntı bilgiye TSPB’nin aylık yayın organı Sermaye Piyasasında Gündem’in Ağustos 2010 sayısından ulaşılabilir.

A. AVRUPA'DA FON DAĞITIM KANALLARI

Yönetilen portföy büyüklüğü 17 trilyon €'ya yaklaşan Avrupa'da, yatırım fonu satışlarında bankalar önemli yer tutmaktadır. Yine de son yıllarda finansal sistemin gelişmesiyle birlikte alternatif dağıtım kanallarının payı artmaya başlamıştır. Tablo 1'de çeşitli ülkelerdeki fon dağıtım kanalları verilmiştir.

Özellikle son yıllarda platformlar, müşterilerin farklı kurumların fonlarına yatırım imkanı sunan açık mimari yapılarla kurulmaktadır. Avrupa'daki platformların önemli kısmı bu yapıdadır. Özel bankacılık veya bireysel bankacılık hizmeti sunan kurumlar ve bağımsız yatırım danışmanları daha çok açık mimari yapı kullanmaya başlamıştır.

Finansal piyasaların yapısına ve yatırım tercihlerine göre değişen çeşitli fon dağıtım yapılanmaları bulunmaktadır. Doğu ve Orta Avrupa'da bireysel bankacılık ön plandayken, İsviçre ve İskandinav ülkelerinde özel bankacılık fon satışlarının yapıldığı en önemli kanaldır. Bir sonraki bölümde değinileceği üzere, İngiltere'de diğer Avrupa ülkelerine göre farklı bir görünüm sergilenmekte olup, burada bankaların yanı sıra bağımsız finansal danışmanlar da ön plandadır. Kıta Avrupa'sında ise bankalar esas oyuncu olup, özel bankacılığın fon satışlarındaki payının bu bölgede artması beklenmektedir. Bununla birlikte, AB'de UCITS³ ile kolektif yatırım araçlarının tüm AB içinde pazarlanabilmesine imkan tanınması ile uluslararası alanda daha aktif bir fon pazarı oluşmakta, bu da fon platformlarının sınır ötesi faaliyetlerini artırmaktadır.

Tablo 1: Avrupa'da Fon Dağıtım Kanalları

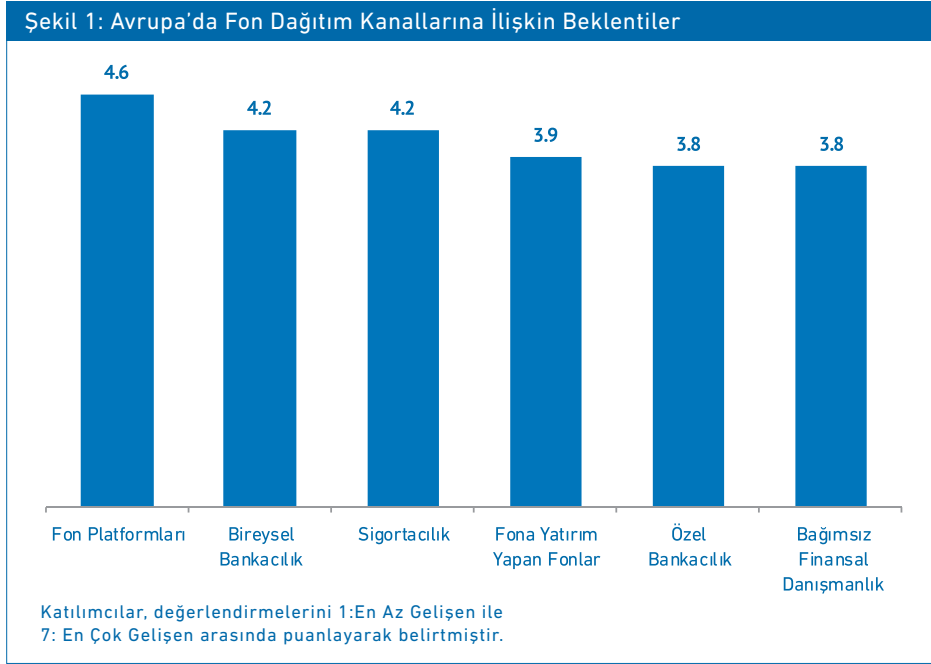
	Banka	Sigorta Şirketleri	Fona Yatırım Yapan Fonlar	Fon Platformları / Bağımsız Finansal Danışmanlar	Diğer Finansal Kurumlar (Emeklilik Şirketleri vb.)
Almanya	X	X	X	X	X
Avusturya	X	X	X	X	X
Belçika	X	X			
Danimarka	X			X	X
Finlandiya	X	X	X	X	X
Fransa	X	X	X	X	X
Hollanda	X	X			X
İngiltere	X	X	X	X	X
İrlanda	X	X	X	X	X
İspanya	X	X	X	X	X
İsviçre	X	X	X	X	X
İtalya	X	X	X	X	X
Lüksemburg	X	X	X	X	X
Malta	X		X		
Portekiz	X			X	X

Kaynak: PwC, Fund Distribution, 2014

³ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS, olarak bilinen ve 1985 yılında yayınlanan Avrupa Birliği direktifinde yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım kuruluşlarının işleyiş esasları düzenlenmektedir. Söz konusu direktife uygun bir şekilde ihraç edilen yatırım araçları, UCITS olarak tanımlanmakta ve tüm AB içinde pazarlanabilmektedir. Finansal piyasaların gelişmesiyle, yatırım yapılabilir menkul kıymetler, yatırım stratejileri gibi konularda direktifin kapsamı genişletilerek değiştirilmektedir. En son kapsamlı değişiklik 2014 Temmuz'da yayınlanmıştır (UCITS 5). UCITS direktifi ile ilgili detaylı bilgiye TSPB'nin aylık yayın organı Sermaye Piyasasında Gündem'in Kasım 2006 sayısından ulaşılabilir.

Londra'da kurulu olan ve özel olarak fon platformları konusunda çalışan araştırma ve danışmanlık şirketi Platform'un yayınladığı Mart 2014 tarihli rapora göre, Avrupa'daki fon platformlarındaki fon portföy değeri 2011 yılında 740 milyar €'dan, 2013 sonunda 1,3 trilyon €'ya çıkmıştır. Aynı raporda bölgedeki fon sektöründe önemli değişimler yaşandığı, fiyatlama modellerinin çeşitlendiği ve sınır ötesi işbirliklerinin arttığı belirtilmektedir. Ayrıca

Katılımcılar beklentilerini 1-7 arasında puan vererek belirlemiştir. Anket sonuçlarına göre, Avrupa genelinde 4,6 puanla fon platformları en fazla gelişmesi beklenen kanal olmuştur. İngiltere fon platformlarının en fazla gelişmesi beklenen ülke olmuştur. Doğu ve Orta Avrupa için ise durum tam tersi olup, bu bölgede fon platformlarının gelişiminin düşük olması beklenmektedir.



Kaynak: Platform, European Platform and Open Architecture, 2014

bölgedeki yeni düzenleme taslaklarının (ör: İngiltere'deki Bireysel Yatırımcı Denetimi⁴, Almanya'da ücret bazlı yatırım danışmanlığı yasası⁵ gibi yerel düzenlemelerin yanı sıra MiFID II⁶ ve UCITS V) fon sektöründe şeffaflığı artırması beklenmektedir.

Platform'un 2014 yılında Avrupa'daki 600'e yakın üst düzey fon yöneticisi ile yaptığı ankette 6 farklı fon dağıtım kanalının gelişimine ilişkin beklentileri araştırılmıştır.

Fon platformlarının hukuki yapısı ülkeden ülkeye farklılık göstermekte olup, platformlar ilgili ülkenin finansal piyasalar otoritesine bağlıdır. Örneğin Almanya'da banka niteliğinde kurulan platformların, Alman otoritesi Federal Mali Denetleme Otoritesinden (BaFin) sadece aracılık ve saklama hizmeti sunulabilen "sınırlı banka" lisansını alması gerekir. Öte yandan, İngiltere'de fon platformları düzenlemede tanımlı olup, platformların Finansal İşlemler Otoritesinden (FCA) lisans alması gerekmektedir.

⁴ Ocak 2013'te uygulamaya geçen ve Retail Distribution Review-RDR olarak adlandırılan düzenleme, finansal danışmanlık hizmetlerine sorumluluklar getirmiştir. Ülkedeki bireysel yatırımcıların piyasaya olan güvenini artırmak üzere tasarlanan düzenleme ile bağımsız finansal danışman ve planlayıcıların ücret ve komisyonlarının daha şeffaf hale getirilmesi amaçlanmıştır. Düzenleme ile danışmanlar, bağımsız ve sınırlı şekilde sınıflara ayrılmıştır. Sınırlı yatırım danışmanlarının sadece bir alanda uzmanlaşması yeterliyken, bağımsız yatırım danışmanlarının (independent financial adviser) daha fazla bilgi ve yetkinliği olması istenmekte ve müşterilerine daha geniş yatırım aracı sunması beklenmektedir. Düzenlemenin ardından bağımsız danışmanların çeşitli konularda eğitim alması gerekmektedir.

Düzenleme ile gelen en önemli değişikliklerden biri, yatırımcı ile danışmanlar arasında yapılan sözleşmede danışmanlık ve diğer hizmet ücretlerinin net bir şekilde belirtilmesidir. Düzenleme ile bağımsız danışmanlar, tavsiye ettikleri fonların satışından komisyon elde edemeyecektir. Bu düzenlemeye benzer uygulamalar Almanya, İsviçre, İtalya ve Avustralya gibi ülkelerde görülmeye başlamıştır.

⁵ Ağustos 2013'te uygulamaya geçen ve Fee Based Investment Act olarak adlandırılan yasa, İngiltere'deki RDR düzenlemesine benzer şekilde, finansal danışmanların yatırımcılara daha çok yatırım aracı sunmasını beklerken, yatırım danışmanlarının fon yöneticileri yerine sadece müşterilerden hizmet bedeli almasını öngörmektedir.

⁶ 2004'te yayınlanan ve 2007'de AB'de yürürlüğe giren Markets in Financial Instruments Directive, MiFID (Finansal Ürün Piyasaları Direktifi) yatırım kuruluşlarının organizasyon yapıları, faaliyetlerinin yürütülmesi, organize piyasalarla organize olmayan piyasaların ve alternatif işlem kanallarının faaliyetleri ile ilgili detaylı kuralları koymaktadır. MiFID ile yatırım şirketleri kendi ülkelerindeki yetkili otoritelerin izniyle AB ülkeleri içerisinde minimum bürokratik koşullarla hizmet verirken bu kuruluşlar için tek pasaport yaratılmıştır. Kapsamı genişletilen MiFID 2 düzenlemesi de Temmuz 2014'te yayınlanmış olup 2017'de yürürlüğe girecektir. Detaylı bilgiye TSPB'nin aylık yayın organı Sermaye Piyasasında Gündem'in Şubat 2007 sayısından ulaşılabilir.

Kutu 1: İngiltere’de Fon Dağıtım Platformları

Fon dağıtım platformlarının en sık görüldüğü ülkelerden biri olan İngiltere’de platformlar 1980’li yılların başında oluşmaya başlamış, özellikle 2000’li yıllardan itibaren artmıştır. Daha çok finansal danışmanlar tarafından kullanılan platformlara son yıllarda doğrudan yatırımcılarında giriş yapabildiği platformlar eklenmiştir. İlk yıllarda sadece yatırım fonlarının işlem gördüğü platformlar zamanla, operasyonel destek, muhasebe, saklama vb. hizmetlerin verildiği yerler olmuştur. Bu kapsamda özellikle bağımsız finansal danışmanlar tarafından daha çok kullanılmaya başlanmıştır.

İngiltere’de büyük platformlar genellikle büyük yatırım şirketleri tarafından satın alınmıştır. Finansal İşlemler Otoritesine (Financial Conduct Authority-FCA) kayıtlı olması gereken platformlar, bu otoritenin denetimi altındadır. İlgili düzenlemede fon platformları, “Aracılar veya yatırımcılar tarafından kullanılan internet tabanlı hizmet veren kuruluşlar” olarak tanımlanmıştır.

Platformlarda menkul kıymet yatırım fonunun yanı sıra ülkede vergi teşviki getirilen çeşitli emeklilik planlarına imkan veren ürünler (individual saving accounts, self-invested personal pensions, etc.) ile yatırım ortaklıkları yer almaktadır.

Daha önce de değinildiği gibi, İngiltere’de 2013’te getirilen Bireysel Yatırımcı Denetimi (detaylı bilgi için 4 numaralı dipnota bakınız) düzenlemesi ile yatırım danışmanlarının ücret politikası daha şeffaf hale getirilmiştir. Bu durum yatırım danışmanlarının sıklıkla kullandığı platformlardaki ücretlendirme politikasına da yansımıştır.

Bununla birlikte, Finansal İşlemler Otoritesinin platformlara yönelik getirdiği yeni bir düzenleme ile platformların da yatırımcılardan ne kadar ücret alacağı açıkça belirtilecektir. Nisan 2016’dan itibaren

uygulamaya geçecek olan bu düzenleme ile, platformlar ile fon yöneticileri arasında yatırımcı aleyhine olacak indirim vb. olası anlaşmaların engellenmesi ve şeffaflığın artırılması amaçlanmıştır.

Ülkede fon dağıtım hizmeti sunan şirketleri ikiye ayırmak mümkündür. Fon süpermarketi ve wrap. Ancak genellikle iki sınıf için de “fon platformu” ismi kullanılmakta olup 30’a yakın fon platformu vardır. Fon süpermarketleri ile wrap’ler ücretlendirme politikalarında ve sunduğu ürün çeşitliğinde farklılaşmaktadır. İngiltere merkezli danışmanlık ve araştırma şirketi Platform’un 2013 sonunda yaptığı bir araştırmaya göre bağımsız finansal danışman ve planlayıcılar ortalama 2-3 platformu birden kullanmaktadır.

Fon süpermarketleri genellikle sadece yatırım fonu, yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım araçlarının işlem gördüğü platformlar olup, bütün maliyetler açıktır. Fon süpermarketi olarak faaliyet gösteren bir platformda işlem gören fonlar için fon yönetim ve aracılık gideri %1,5 ise bunun ortalama %0,25’i platforma, %0,5’i finansal danışmana, %0,75’i de fon yöneticisine gitmektedir. Cofunds, Old Mutual Wealth (Skandia), FundsNetwork, fon süpermarketlerine örnektir.

Wrap’ler fon süpermarketlerine göre daha fazla ürünün sunulduğu platformlar olup, bu kurumlarda hisse senedi aracılığı, portföy yönetimi gibi diğer yatırım hizmetleri de sunulabilmektedir. Bu platformlarda mevcut durumda maliyetler fon süpermarketlerine göre daha örtülü olup tüm hizmet bedelleri tek bir kalemde gösterilir. Bununla birlikte, Nisan 2016’dan itibaren yukarıda belirtilen yeni düzenleme kapsamında wrap’lerin ücretlendirme politikasında değişiklik olması beklenmektedir. Pek çok wrap de bu kapsamda altyapısını hazırlamaya başladığını bildirmiştir. İşlem hacminin fon süpermarketlerine göre daha az olmasına rağmen, ülkede sayıca daha fazla wrap platformları bulunmakta olup, bazılarında doğrudan yatırımcıların işlem yapma olanağı vardır. Aviva Wrap, Nucleus, Wealthtime Light, wrap’lere örnektir.

Tablo 2'de ülkede faaliyet gösteren bazı platformlara ilişkin çeşitli bilgiler verilmiştir.

Tablo 2: İngiltere'de Faaliyet Gösteren Fon Platformları				
Platform	Kuruluş Tarihi	Platformda İşlem Gören Ürünlerin Portföy Büyüklüğü (milyar £)		Derecelendirme ¹
		2013/06	2014/06	
Cofunds	Ocak 2001	40.7	53.7	B+
FundsNetwork	Ocak 2000	36.7	44.0	B+
Old Mutual Wealth	Temmuz 2007	39.0	26.4	B+
Standard Life	Mayıs 2006	12.8	16.8	B+
James Hay	Eylül 2003	13.8	14.7	B
Transact	Ekim 2000	11.4	13.7	B+
SEI	Aralık 2006	10.3	12.0	M.D.
AJ Bell Sippcentre	Şubat 2011	12.6	11.9	B
Elevate	Kasım 2008	4.3	6.4	B+
Ascentric	Ağustos 2006	4.3	6.2	B
Nucleus	Aralık 2006	4.0	5.4	B
Seven IM	Eylül 2004	4.0	5.2	B
Alliance Trust Savings	Eylül 2010	3.6	4.7	B
Raymond James	Ocak 2001	2.8	3.3	B
Aviva	Ocak 2005	0.8	1.9	B+
Novia	Ekim 2008	1.2	1.8	B
James Brearley & Sons	Ağustos 1999	0.8	0.9	M.D.
Parmenion	Mayıs 2007	0.4	0.8	B-
AEGON	Kasım 2011	M.D.	0.6	M.D.
Praemium	Nisan 2007	0.4	0.5	M.D.
Wealthtime	Aralık 2009	0.3	0.5	M.D.
Avalon	Ocak 2000	0.3	0.3	B-
Zurich	Aralık 2012	-	-	B+

Kaynak: Platform Pricing, Platform, Ekim 2013

¹ İngiltere kökenli derecelendirme şirketi AKG tarafından verilen notlardır.

B. ABD'DE FON DAĞITIM KANALLARI

ABD, gerek fon çeşitliliği, gerekse portföy büyüklüğü açısından dünyada ilk sırada yer alırken, dağıtım kanalları diğer ülkelere göre daha çok çeşitlilik göstermektedir.

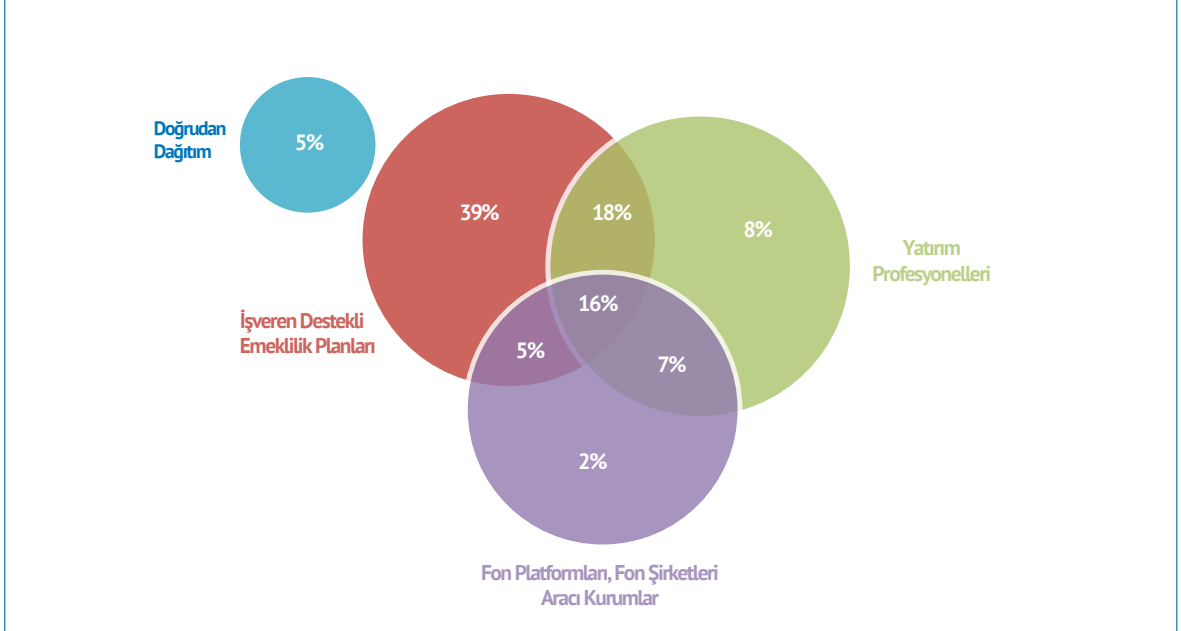
Dünyanın en büyük emeklilik piyasasına sahip ABD'deki özel emeklilik planları, fon dağıtım kanallarının başında gelmektedir. Profesyonel finansal danışmanlık diğer önemli alan olup, ABD'de fonlara yatırım yapan hanehalkının yarısından fazlası yatırım danışmanlığı hizmeti almaktadır. Bununla birlikte, bazı yatırımcılar da yatırım şirketlerinden tavsiye almadan kendi portföylerini oluşturmaktadır. Nispeten büyük şirketlerde ise özel yatırım danışmanlığı ve fon yönetimi söz konusudur.

ABD'de elektronik fon dağıtım platformlarının sayısı 100'ü aşmış olup, özellikle büyük firmalar yurtdışında da faaliyet göstermekte ve çoğu ülkede sektörün önemli oyuncular arasında yer almaktadır. Bazı büyük yatırım şirketlerinin genelde yalnızca kendi fonlarının alınıp satıldığı elektronik fon platformu varken, bazılarının ise farklı şirketlerin yönettiği ürünleri de kapsayan fon platformları bulunmaktadır. Platformlar genellikle fon işlemlerinin yanı sıra,

fon satışlarını destekleyecek operasyonel hizmetler de sunmaktadır. Doğrudan yatırımcıya işlem yapma olanağı sunan platformlar genel olarak "fon süpermarketleri" olarak anılırken, sadece finansal danışman ve diğer araçların aracılık ettiği platformlar "fon platformları" olarak bilinmektedir. Sayıca fon süpermarketleri daha fazla olsa da fon büyüklüğü açısından fon platformları ön plandadır.

Ülkedeki fon yatırımı yapan hanehalkı, sadece tek bir kanalı değil birden fazla kanalı kullanabilmektedir. Yatırım Şirketleri Enstitüsünün (Investment Company Institute-ICI) yaptığı bir çalışmaya göre, Mayıs 2013 itibarıyla fon yatırımcılarının %78'i işveren destekli emeklilik planları yoluyla fonlara ulaşmaktadır. İşveren destekli planları kullanan kişilerin %34'ü yatırım danışmanlarından destek almakta, %21'i ise fon platformu, fon şirketleri ve aracı kurumlar yoluyla fon alım-satımını gerçekleştirmektedir.

Şekil 2: ABD'de Fon Yatırımı Yapan Hanehalkının Fon İşlem Kanalları (Mayıs 2013)



Kaynak: Characteristics of Mutual Fund Owners, 2014, ICI

¹Yatırım profesyonelleri, SEC'e kayıtlı bağımsız yatırım danışmanları ve finansal planlayıcıları, aracı kurum, sigorta şirketi, banka ve özel bankacılık hizmeti sunan kurumlardaki yatırım danışmanları ve müşteri temsilcilerini içermektedir.

II. SEÇİLMİŞ FON DAĞITIM PLATFORMLARI

Bu bölümde, yurtdışındaki önde gelen ve uluslararası alanda faaliyet gösteren fon dağıtım platformları ele alınacaktır.

A. ALLFUNDS BANK

2000 yılında kurulan Allfunds Bank fon platformu İspanya'da pazar lideri olup, platformlar üzerinden yapılan işlemlerin yaklaşık %80'i Allfunds'ta yapılmaktadır. İspanya'daki fon dağıtımının yaklaşık beşte biri fon platformlarından satılmaktadır.

Madrid merkezli Santander Grup ve İtalya merkezli Intesa Sanpaolo'nun ortak olduğu Allfunds, bir banka olarak kurulmuş olup, ana faaliyet alanlarından biri fonların işlem gördüğü platformu yönetmektir.

Platformda yatırım danışmanları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri ve yatırım kurumları işlem yapabilmektedir. Yurtiçi ve yurtdışında 28 ülkeden 450'den fazla fon yöneticisi, fonlarının satımı için bu platformu kullanmaktadır. Platformda 40.000'e yakın fon işlem görmektedir.

UCITS ile uyumlu fonların işlem gördüğü platformun İtalya, İngiltere, Şili, Birleşik Arap Emirlikleri, İsviçre ve Lüksemburg'da şubeleri bulunmaktadır. Platformda işlem gören fonların portföy büyüklüğü 150 milyar €'ya yaklaşmıştır. Platformda hisse senedi, sabit getirili menkul kıymet, karma fonların yanı sıra alternatif yatırım fonları ve borsa yatırım fonları ile, yapılandırılmış ürünlere yatırım yapan fonlar da işlem görmektedir. Platformda serbest yatırım fonlarının işlem gördüğü ayrı bir bölüm bulunmaktadır. Platformda müşteriler anlık portföy bilgilerini, fonlara ait bildirimleri görebilirken, fon karşılaştırma, portföy analiz çözümleri, risk profili gibi çeşitli hizmetlere ulaşabilmektedir.

B. ATTRAX

2000 yılında Union Portföy Yönetim Şirketi ve DZ Bank'ın ortaklığıyla oluşturulan Attrax, Alman Finansal Hizmetler Network İşbirliğinin bir parçasıdır. Lüksemburg'da kurulu olan şirket Lüksemburg finansal piyasalar otoritesinin denetimi altındadır. Fon aracılık ve dağıtım hizmeti veren şirket uluslararası fonların mutabakat ve saklamasını yapmaktadır. Kuruluşunun ilk yıllarında daha çok Alman bankalarına hizmet veren Attrax, mevcut durumda, Almanya dışında Lüksemburg, İsviçre ve Avusturya'da faaliyet göstermektedir.

Doğrudan bireysel yatırımcılara hizmet vermeyen şirketin müşterileri, ticari ve özel bankalar, fonlara yatırım yapan fonlar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarıdır.

Mevcut durumda 340'tan fazla fon yöneticisinin 13.000'den fazla yatırım fonu platformda işlem görmektedir. Platformda işlem gören fon büyüklüğü 30 milyar €'yu aşmıştır. SWIFT'le uyumlu platform Almanya hisse senedi piyasalarının açık olduğu 8:00-18:00 arası saatlerde açıktır. Sadece kurumlara hizmet veren Attrax arka büro, süreç yönetimi vb. operasyonel hizmetlerin yanı sıra fonlara ilişkin çeşitli bilgilere platformda yer vermektedir. Platformda fon yöneticilerini ve fonları tanıtan bilgiler bulunmaktadır.

Platformdaki işlem komisyonları aracıdan alınırken, araçlar bunu müşterilerine yansıtır. Almanya'da da İngiltere'deki RDR düzenlemesine benzer şekilde yatırım danışmanlığındaki ücret politikasını daha şeffaf hale getirmeyi amaçlayan düzenleme çalışmaları bulunmaktadır.

C. COFUNDS

2001'de 4 bağımsız fon yöneticisinin girişimiyle kurulan Cofunds, zamanla İngiltere'nin önde gelen platformlarından biri olmuştur. 2012 yılında halka açık yatırım şirketi Legal & General, Cofunds'taki payını %100'e çıkartarak platformun sahibi olmuştur. 2014 sonu itibarıyla platformda işlem gören ürünlerin portföy büyüklüğü 66 milyar £ olup, 800.000 yatırımcı bu platform üzerinden işlem yapmıştır.

Yatırımcılar Finansal İşlemler Otoritesi tarafından yetki verilmiş finansal danışmanlar, finansal planlayıcılar ya da yatırım şirketleri vasıtasıyla platformda işlem yapabilmektedir. Bir diğer ifadeyle, yatırımcılar platformda doğrudan işlem yapamamaktadır. 6.500 İngiltere merkezli ve 1.200 yabancı fonun yer aldığı platformda, yarı yıllık ve yıllık raporların yanı sıra, fon sürekli bilgilendirme formları, izahnameler vb. genel bilgiler bulunmaktadır.

şirketi de platform üzerinden fon alım satım işlemlerini gerçekleştirmektedir.

Yatırım şirketi Legal & General'in sahibi olduğu Cofunds'ta, bu şirketin sunduğu uluslararası tahvil fonları gibi çeşitli kolektif araçlara da yatırım yapılabilir.

Finansal danışman ve planlayıcılar, platform üzerinden emirlerini elektronik ortamda girdikten sonra, emirleri Cofunds aracılığıyla fon yöneticilerine iletilmektedir.

Fiyatlara ilişkin bilgiler gün içi ve gün sonunda alınabilmektedir. İşlem sonrası mutabakat ve takas ise tercihe göre CREST, CHAPS ya da SWIFT üzerinden yapılabilir. CHAPS (Clearing House Automated Payment System), İngiltere'de günlük elektronik fon transferinin yapıldığı sistem olup, özel bir şirkettir. Daha çok yüksek değerli işlemlerin yapıldığı sistem, İngiltere Merkez Bankasının

Tablo 3: Cofunds Genel Ücretlendirme Politikası

Genel Yatırım Hesapları		Emeklilik Hesapları
Portföy miktarına göre, portföyün belirli yüzdesi olarak alınan yıllık aidatlar		< 100.000 £ 0.29%
		100.000-250.000 £ 0.26%
		250.000-500.000 £ 0.23%
		500.000-1 milyon £ 0.20%
		> 1 milyon £ 0.15%
Başlangıç Aidatı	-	150 £ ¹
Nakit Faizi	Merkez Bankası faiz oranından % 0.4 az	
İşlem Payları	-	-
Diğer	Nakit çıkışlarına izin veren hesaplar için başlangıç aidatı 120 £, yıllık ek aidat 150 £	

Kaynak: Platform Pricing, Platform, Ekim 2013, Cofunds

¹ Çeşitli emeklilik hesaplarına göre değişebilmektedir.

Mevcut durumda 150'ye yakın finansal danışman ve planlayıcı, platformda müşterilerinin yatırım fonu işlemlerinin yanı sıra yatırımcıların nakit hesaplarını tutmakta ve platformun anlaşmalı olduğu bazı emeklilik şirketleri üzerinden emeklilik yatırımlarını yönetmektedir. Müşteriler, platform üzerinden anlık yatırım değerlerini görüp, portföylerinin özetleri, geçmişe dönük işlem bilgileri ve ekstrelerini alabilirken, yatırım araçlarına ilişkin finansal rapor ve diğer bildirimlere de ulaşabilmektedir. 20'ye yakın yatırım

elektronik brüt takas sistemine bağlıdır. Euroclear'in sahip olduğu CREST ise ülkede menkul kıymetlerin takasını yapmaktadır.

Cofunds'ın yatırımcıdan tahsil edilen genel ücretlendirme politikası tabloda sunulmakta olup, yatırım araçlarına göre ücretlendirme değişebilmektedir. Buna göre genel yatırım hesapları ile emeklilik hesapları için ücretlendirmeler farklılaşmaktadır. Genel yatırım hesapları için yatırımcılar

başlangıç aidatı ödemezken, emeklilik hesabı için bu tutar 150 £'dur. Ayrıca, emeklilik hesaplarında nakit çıkışlarına izin veren hesaplar için başlangıç aidatı 120 £ olup, yıllık ek 150 £ aidat uygulaması vardır.

Yatırımcılar platforma portföy miktarına göre yıllık aidat ödemektedir. Portföy miktarı arttıkça, yıllık aidat oranı azalmaktadır. Bir önceki yıl sonunda 100.000 £'dan az portföye sahip yatırımcılar, portföy tutarının %0,29'u kadar platforma ödeme yapar. Portföyü 250.000-500.000 £ için bu oran %0,23'e, 1 milyon £'dan daha fazla portföy içinse %0,15'e

inmektedir. Genel yatırım ve emeklilik hesapları için oranlar aynıdır. Yıllık aidatlar aylara bölünerek aylık olarak, ilgili ayın son iş gününden 2 iş günü önce yatırımcının hesabından tahsil edilir.

Platformda yapılan işlemlerden işlem payı (transfer ücreti) alınmamaktadır. Gün sonu açıkta kalan nakde ilişkin ise Merkez Bankası faiz oranından % 0.4 puan düşük faiz oranı uygulanır.

D. FIDELITY

1946 yılında ABD'nin Boston kentinde yatırım fonu olarak kurulan Fidelity, zamanla finansal hizmetler konusunda uluslararası alanda önde gelen firmalardan biri olmuştur. Portföy yönetimi, emeklilik planları yönetimi, finansal danışmanlık, risk yönetimi, araştırma hizmetleri şirketin faaliyet alanları arasında yer almaktadır. Şirketin yönetimindeki elektronik fon platformunda, Fidelity fonlarının yanı sıra 400'den fazla ABD'li fon yöneticisinin fonları işlem görmektedir. Finansal danışman ve diğer aracılar platformda işlem yapabilmektedir. Platformdaki fon büyüklüğü 2014 sonu itibarıyla 100 milyar \$'a yaklaşmıştır. Fidelity, ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonunun denetimi altındadır. Platforma fon yöneticileri fonlarının işlem görmesi için başlangıç ücreti ve yıllık aidat öderken, işlem komisyon ücretleri aracılar tarafından tahsil edilmekte, aracılar da bu ücretleri müşterilerine yansıtmaktadır.

ABD'de faaliyet gösteren Fidelity, İngiltere merkezli bir diğer fon platformu olan FundsNetwork şirketini satın almıştır. Yurtiçi ve yurtdışından 100'e yakın fon yöneticisinin 2.500'den fazla fonu bu platformda işlem görmektedir olup fon büyüklüğü 55 milyar £'a yaklaşmıştır. Yatırım

danışmanlarının işlem yaptığı platformda yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, uluslararası tahvil fonları, yatırım ortaklıkları ve borsa yatırım fonları işlem görmektedir. Platform, danışmanlar için pazarlama teknikleri, bilgilendirme materyalleri ile portföy optimizasyonu ve risk yönetimi gibi hizmetler sunmaktadır. Vergi bildirimi, operasyonel destek, muhasebe gibi konularda da platform, danışmanlara ek hizmet vermektedir. Platformda fonlara ilişkin çeşitli bilgiler yer almaktadır. FundsNetwork, İngiltere Finansal İşlemler Otoritesinin düzenlenmesine tabidir.

Almanya merkezli Frankfurt Fondsbank da Fidelity'nin Avrupa'daki bir diğer platformudur. 2002 yılında kurulan ve 2009 yılında Fidelity grubunun bünyesine katılan platformda bağımsız yatırım danışmanları, yatırım şirketleri ve bankalar portföylerini yönetmektedir. Platformda Almanya ve yurtdışından 200'den fazla fon yöneticisinin 8.000'den fazla fonu bu platformda işlem görürken fon büyüklüğü 2014 sonu itibarıyla 20 milyar €'ya yaklaşmıştır.

E. FUND/SERV

Uluslararası alanda takas ve saklama hizmeti veren ABD kökenli Depository Trust & Clearing Corporation'ın (DTCC) bünyesindeki FundServ, ABD ve diğer ülkelerdeki fonların işlem gördüğü elektronik bir platformdur. Platform 1986 yılında Ulusal Menkul Kıymetler Takas Şirketi⁸ (NSCC)

ve Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliğinin⁹ (NASD) işbirliği ile kurulmuştur. Platformda 350'den fazla fon yöneticisinin fonu 900'den fazla aracı vasıtasıyla işlem görmektedir. Günlük ortalama 850.000 emir verilmektedir.

⁸Ulusal Menkul Kıymetler Takas Şirketi (National Securities Clearing Corporation NSCC) 1976 yılında kurulmuş olup, 1996 yılında ülkedeki diğer bir saklama şirketi ile birleşerek Depository Trust & Clearing Corporation'ı oluşturmuştur.

⁹1939 yılında ABD'de özdüzenleyici bir kuruluş olarak kurulan Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliği (NASD), 2007 yılında New York Borsasının (NYSE) aracı kuruluşlarla ilgili düzenleme yetkileri, tahkim hizmetleri ve ilgili departmanlarını devralmasıyla adını Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi (FINRA) olarak değiştirmiştir. Aracı kuruluşlarla ilgili düzenlemelerden sorumlu olan FINRA'ya üyelik zorunlu olup, 5.000'in üzerinde aracı kuruluş otoriteye üyedir.

Platformda, DTCC'nin iştiraki olan Ulusal Menkul Kıymetler Takas Şirketinin üyelik şartlarını yerine getiren yatırım kuruluşları işlem yapabilmektedir. Platformda yatırım fonları, para piyasası fonları, emeklilik yatırım fonları, borsa yatırım fonları, ABD dışındaki fonlar ve yatırım ortaklıkları işlem görmektedir.

F. FUNDSSETTLE

Bir diğer uluslararası takas kurumunun bünyesinde oluşturulan FundSettle 1998 yılında kurulmuştur. Euroclear Bank'ın sahip olduğu platformda, 26 farklı ülkeden 560 fon yöneticisinin 200.000'den fazla yatırım fonu işlem görmektedir. Yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonları, 2001 yılından itibaren ise serbest yatırım fonları, platformun sunduğu hizmetlerden yararlanmaktadır.

Platformda aracı kurum, takas kurumu, banka ve sigorta şirketlerinin yanı sıra bağımsız finansal danışman-

lar, DTCC'nin temel takas ve saklama altyapısı olan SMART sistemine bağlı olup, yatırım kuruluşları emirlerini bu sistem üzerinden girerek işlem yapmaktadır. Sistem 22 saat (02:00-24:00) açıktır. Takas, işlem gören finansal araçlara göre T+1 ile T+3 arasında değişmektedir. Yine DTCC'nin otomatik transfer sistemi olan ACATS ile müşteri hesaplarının yatırım kuruluşları arası transferi otomatik olarak yapılabilmektedir.

lar ve diğer fon platformları işlem yapabilmektedir. İşlemlerin takas ve saklaması Euroclear bünyesinde yapılır. Platformda kurumlar anlık portföy bilgileri (işlem günü veya takas gününe göre), geçmiş emir verileri gibi bilgilere ulaşırken, platform operasyonel destek süreç yönetimi vb. hizmetler de sunmaktadır.

Kurumlar platforma giriş aidatı ve yıllık aidat öderken, işlem üzerinden komisyon (işlem payı) alınmaktadır. Hacim yükseldikçe komisyon oranları azalmaktadır.

G. GLOBAL FUND PLATFORM

Kanada merkezli Royal Bank'ın (RBC Investor Treasury Services) bir iştiraki olan Global Fund Platform 1989 yılında kurulmuştur. Kanada ve ABD'nin dışında Avrupa, Ortadoğu ve Asya'dan bankanın hizmet verdiği 400'den fazla fon yöneticisinin 85.000'e yakın fonu platformda işlem görmektedir. Yatırım fonları, serbest yatırım fonları ve borsa yatırım fonları platformun ürün grubu arasındadır.

Yalnızca finansal danışmanlar, bağımsız finansal planlayıcılar ve diğer yatırım danışmanları ile banka ve sigorta

şirketi gibi kurumlar platformda işlem yapabilmektedir. Fon yöneticileri platformda kendi fonunun işlem görmesi için platform ile aracılık sözleşmesi imzalayarak yıllık aidat öder. Platform fon alım satımının yanı sıra, fon yöneticilerine; uzlaşma, netleştirme, muhasebe gibi ek işlem sonrası hizmetler sunmaktadır. Platform, genel kurul toplantısı, sermaye artırımı vb. kurumsal işlem süreçlerine yönelik de hizmet verebilmektedir. Risk raporları, portföy optimizasyonu, fon sınıflandırması gibi araçlar da platformda yer almaktadır.

H. OLD MUTUAL WEALTH

Kuruluşu 19. yüzyılın ikinci yarısına dayanan yatırım şirketi Skandia ilk olarak İsveç'te kurulmuş, zamanla Avrupa, Latin Amerika ve Asya'da 11 farklı ülkede faaliyet göstermeye başlamıştır. Şirket bünyesinde, 1979 yılında İngiltere'de Skandia Investment Solutions Platformu kurulmuş olup, platformda Skandia tarafından yönetilen fonların yanı sıra diğer firmaların yatırım araçları da işlem görmektedir. Skandia 2004 yılında başka bir platform olan Selestia ile birleşmiştir. Platform, 2006 yılında ise halka açık bir yatırım şirketi olan Old Mutual tarafından tamamen

satın alınmış, bu şirket bünyesine katılmıştır. Eylül 2014 itibarıyla, Skandia ismi Old Mutual Wealth olarak değişmiş, platformun ismi de Old Mutual Wealth Platform olmuştur. Platform İngiltere Finansal İşlemler Otoritesine (FCA) kayıtlı olup, bu otoritenin denetimindedir.

2014 sonu itibarıyla platformda işlem gören fonların portföy değeri 80 milyar £'dur. Cofunds'da olduğu gibi yatırımcılar doğrudan platformda işlem yapamamakta, finansal danışman ve planlayıcılar vasıtasıyla platforma erişebil-

mehtir. Platformda, İngiltere ve yurtdışından 100'den fazla fon yöneticisinin 1.300'e yakın fonu işlem görmektedir. Platformda hisse senedi fonları, karma fonlar, tahvil fonları, yabancı fonlar, emtia fonları, yatırım ortaklıkları gibi yatırım araçlarının yanı sıra emeklilik fonları da yer almaktadır.

Platformda hem yatırımcılar hem de araçlar, portföy durumu, ekstre gibi çeşitli bilgileri anlık olarak görüntüleyebilirken, kendi portföyleri ile ilgili vergi dökümlerine ulaşabilmektedir. Platform danışmanlara risk profili, varlık dağılımı, özel müşteri raporları, risk yönetimi gibi çeşitli

portföy planlama araçları sunmaktadır.

Platformun yatırımcıdan tahsil edilen ücret politikası tabloda özetlenmekte olup, yatırım araçlarına göre ücretlendirme değişebilmektedir. Yıllık aidat portföy büyüklüğüne göre değişmektedir. Ancak aidat hesaplanması Cofunds'dakinden biraz farklıdır. Portföyü 125.000 £ olan bir yatırımcı portföyünün ilk 25.000 £'unun %0,5'i; 75.000 £'unun %0,35'i, kalan 25.000 £'unun da %0,25'i kadar aidat vermektedir. Bir diğer ifadeyle bu yatırımcı için ortalama komisyon oranı %0,37 olmaktadır. Yatırımcının aile yakınlarına (eş, kardeş vb.) indirim uygulanabilmektedir.

Tablo 4: Old Mutual Wealth Platform Genel Ücretlendirme Politikası

	Genel Yatırım Hesapları	Emeklilik Hesapları
		0.15%- 0.50%
		İlk 25.000 £ 0.50%
Portföy miktarına göre, portföyün belirli yüzdesi olarak alınan yıllık aidatlar	25.000-100.000 £	0.35%
	100.000-500.000 £	0.30%
	500.000-1 milyon £	0.25%
	> 1 milyon £	0.15%
Başlangıç Aidatı		-
Nakit Faizi		0.17%
İşlem Payları		-
Diğer	Nakit çıkışlarına izin veren hesaplar için, yıllık ek aidat 57 £	

Kaynak: Platform Pricing, Platform, Ekim 2013, Old Mutual Wealth

¹ Aylık minimum ücret 8.33 £ olmalıdır.

III. TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU

Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu (TEFAS) Sermaye Piyasası Kurulu'nun izniyle kurulmuş olan ve sermaye piyasasında faaliyette olan tüm yatırım fonlarına erişim imkanı sağlayan elektronik bir platformdur. Takasbank tarafından kurulan ve yönetilen TEFAS sayesinde yatırımcılar, platform üyesi kuruluşlar aracılığıyla farklı kurumların kurduğu fonları alıp satabilmektedir.

9 Ocak 2015'te faaliyete başlayan platformda yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri işlem yapabilmektedir. Herhangi bir yatırım kuruluşunda veya portföy yönetim

şirketinde hesabı olan yatırımcılar platformdan yararlanabilmektedir. Platformda fon yöneticileri ücret öderken yatırımcılardan herhangi bir komisyon talep edilmemektedir.

Platformda özel fonlar, serbest yatırım fonları, gayrimenkul ve girişim sermayesi ile anapara korumalı ve garantili fonlar işlem görmemektedir. Para piyasası fonları ve kısa vadeli tahvil fonlarının platformda işlem görmesi fon kurucusunun inisiyatifindedir. Benzer şekilde, portföy yönetim şirketleri tarafından kendi müşterilerine ilişkin olarak gerçekleştirildikleri ve kurucusu oldukları fonların alım satım

işlemlerinin platform üzerinden gerçekleştirilmesi zorunlu değildir. Yukarıda bahsi geçen fonlar dışında kalan diğer fonlar ise TEFAS üzerinden işlem görmek zorundadır.

Kurumlar mevcut takas ekranları ve Takasbank tarafından hazırlanan uygulamalar vasıtasıyla emir iletebilmektedir. TEFAS'ın işlem saatleri Takasbank'ın açık olduğu günlerde 8:45-17:30 arasındadır. Aynı gün valörlü işlemler için işlem saatleri 8:45-13:30'dur. Netleştirme valör günü saat 14:00'de yapılırken, 16:00'ya kadar yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekir.

Platformda fon kurucuları, işleme aracılık eden yatırım şirketlerine aracılık komisyon ücreti verirken, bu ücret platforma bildirilmelidir. Aracılık komisyon ücreti hesaplamasında, Fon Dağıtım Kuruluşunun Platformda gerçekleştirdiği alım satım işlemleri sonucunda gün sonunda taşıdığı fon payı adedi kullanılır. Kurucu tarafından Fon Dağıtım Kuruluşuna ödenecek komisyon aşağıdaki formülü ile hesaplanır.

$$\text{Komisyon} = \text{Matrah} * \text{Fon Yönetim Ücreti Oranı} * \text{Aracılık Komisyon Oranı}$$

Matrah, gün sonundaki aracı kuruluşun hesabındaki fon portföy değeridir. SPK tarafından aracılık komisyon oranı, %35 olarak belirlenmiştir. Kurucu ile özel anlaşma yapan kurumlar için bu oran (özel komisyon oranı) %65'i aşmamak kaydıyla değişebilir.

Platforma kurucular üyelik giriş aidatı (fon başına 1.000 TL) öder. Ayrıca, aracılık eden kurumlar 100 TL aylık üyelik aidatı ödemektedir. İşlem komisyonları ise onbinde 1'dir. Para piyasası ve tahvil fonları için bu oran yüzbinde 1'dir.

Platform kapsamında yatırımcıları bilgilendirmek için yeni bir internet sitesi oluşturulmuştur. fonturkey.com.tr adresinden ulaşılan platformda detaylı fon analizleri, fon karşılaştırmaları ile fonlara ilişkin tarihsel bilgiler yer almaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Dünyada 31 trilyon \$'lık portföy büyüklüğüne yaklaşan menkul kıymet yatırım fonu sektöründe satış kanalları da değişen piyasa yapılarıyla birlikte gelişmeye ve yenilenmeye başlamıştır. Her ne kadar dünyada fon dağıtım kanallarında bankalar önemli role sahip olsa da, teknolojinin de etkisiyle hisse senedi ve diğer finansal araçlar gibi, fonlar da elektronik platformlar üzerinden alınıp satılmaya başlamıştır. Genellikle büyük finansal kurumların sahip olduğu platformlarda sadece o finansal kurumun yönettiği fonlar yer aldığı gibi, diğer fon yöneticilerinin fonlarının da işlem gördüğü platformlar bulunmaktadır. Açık yapı denilen bu platformlarda yurtiçi ve yurtdışındaki fonlar işlem görebilmektedir.

Bağımsız finansal danışman, finansal planlayıcı ya da diğer yatırım danışmanlarının yoğun olduğu ülkelerde elektronik fon dağıtım platformları daha çok talep görmektedir. Çoğu platformda yatırımcılar doğrudan işlem yapamazken, finansal danışman ve kurumlar aracılığıyla işlem yapabilmektedir. Doğrudan bireysel yatırımcıların işlem yapabildiği platformlar da mevcuttur. Yatırımcılar için eğitim ve bilgilendirme materyallerinin, geniş kapsamlı finansal raporların yer aldığı platformlar, kullanımı kolay

çevrimiçi ve mobil teknolojiler geliştirmektedir.

Avrupa'da finansal piyasaların yapısı ve yatırım tercihlerinin karakteristik özelliklerine göre farklı fon dağıtım yapılanmaları söz konusudur. Bağımsız finansal danışman ve planlayıcıların yaygın olduğu İngiltere fon platformları konusunda öne çıkmaktadır. Bu profesyoneller aynı zamanda yatırımcıların emeklilik planlarını da bu platformlar üzerinden yapmaktadır. Ülkedeki büyük platformlar genellikle büyük yatırım şirketleri tarafından satın alınmıştır. Platformlar Finansal İşlemler Otoritesinin (Financial Conduct Authority–FCA) denetimi altındadır. Yerli ve yabancı 2.000'e yakın fonun işlem gördüğü Cofunds, 1.300'e yakın fonun işlem gördüğü Old Mutual Wealth ve 1.000'e yakın fonun işlem gördüğü FundsNetwork İngiltere'deki önde gelen platformlar arasındadır.

%80'lik pazar payı ile Allfunds Bank, İspanya'nın lider fon dağıtım platformu olup, Avrupa'da da ilk sıralarda yer almaktadır. Platformda 28 ülkeden 40.000'e yakın fon işlem görmektedir. Lüksemburg merkezli ATTRAX'ta ise 340'tan fazla fon yöneticisinin 13.000'den fazla yatırım fonu işlem görmektedir.

Gerek fon çeşitliliği gerekse portföy büyüklüğü açısından ilk sırada yer alan ABD'de dağıtım kanalları diğer ülkelere göre çeşitlenmektedir. Emeklilik planları ve profesyonel finansal danışmanlar fon dağıtım kanallarının başında gelirken, açık yapıdaki elektronik fon dağıtım platformları da önemli fon satış kanalları arasında yer almaktadır. Genellikle büyük portföy yönetim şirketleri ya da bankaların bünyesinde oluşturulan platformlarda yalnızca finansal danışmanlar veya yatırım kuruluşları, müşterileri adına işlem yapabilirken, doğrudan yatırımcıların işlem yapabildiği platformlar da bulunmaktadır.

Finansal kuruluşların yanı sıra, işlem sonrası takas, saklama gibi hizmet sunan uluslararası kuruluşlar da bünye-

lerinde oluşturdukları fon platformları ile yurtiçi ve yurtdışındaki fonları yatırımcılar ile buluşturmaktadır. ABD'deki Depository Trust & Clearing Corporation'ın sahip olduğu Fund/Serv ve Avrupa'da Euroclear Bank bünyesindeki FundSettle bu platformlara örnek olup, bu kuruluşlara üye kurumlar platformda işlem yapabilmektedir.

Takasbank yönetiminde 9 Ocak 2015 tarihinde faaliyete geçen Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformunda (TEFAS) sermaye piyasasında faaliyette olan tüm yatırım fonlarına erişim imkanı sağlanmıştır. Platformda fon kurucuları ve aracılar komisyon öderken yatırımcılardan herhangi bir ücret talep edilmemektedir.

Kaynaklar

A Snapshot of European Platforms, Şubat 2013, FundPlatform Group

Characteristics of Mutual Fund Investors, ICI, Kasım 2014

Distributing Our Knowledge Fund Distribution: UCITS and Alternative Investment Funds (AIFs), PwC, 2014

EU Distribution Channels Converge, Sophia Grene, Financial Times, Mart 2012

Global Fund Investor Experience, Morningstar, May 2013

Institutional Manager Unveils D2C platform Charging for Outperformance Alone, MoneyMarketing, Ocak 2015

Platform Pricing, An Adviser's Guide to the Pricing Galaxy, Platform Ekim 2013

Selling Investment Funds to German Private Investors- Legal and Regulatory Institutions, Norton Rose, Temmuz 2008

The U.S. Mutual Fund Marketplace: Evolution, Distribution Structure, Fees, and Financial Advisor Compensation Trends, Strategic Insight, Ocak 2013

US Fund Distribution 2014, Ernst&Young, Eylül 2014

Allfunds Bank: www.allfundsbank.com

Attrax: www.attrax.lu

Cofunds: www.cofunds.co.uk

Depository Trust & Clearing Corporation: www.dtcc.com

Euroclear Bank: www.euroclear.com

Fidelity Investment: www.fidelity.com

Global Fund Platform: www.rbcits.com

Investment Company Institute: www.ici.org

Old Mutual Wealth: www.oldmutual.com

TEFAS: www.fonturkey.com.tr



KİTLESEL FONLAMA (CROWDFUNDING) DÜZENLEMELERİ

Artan bir hızla gelişen ve yaygınlaşan enformasyon ağı ve yoğun şekilde kullanılan sosyal medya portalları, internet tabanlı kitlesel fonlama sisteminin kısa sürede gelişmesini sağlamıştır. Kitlesel fonlama sisteminin taşıdığı risklerin daha etkin bir şekilde yönetilmesi, işleyişin sağlıklı dinamikler üzerinde tesis edilmesi ve paydaşların güvenilir şekilde sistemi kullanmasına yönelik olarak çeşitli ülkeler bu konuda düzenlemeler yapmaya başlamıştır.



Serhat Tahsin İşler

sisler@tspb.org.tr

Küresel ekonomik krizin finansal ve reel sektörde yarattığı olumsuzluklar karşısında, hem ulusal hem de uluslararası otoriteler finansal istikrarı gözeterek son beş yıldır ekonomik faaliyetin canlanmasına yönelik çeşitli adımlar atmaktadır. Buna karşın küresel bazda halen düşük seyreten tüketici güveni, tarihsel ortalamaların üzerinde olan işsizlik oranları ve finansal sektörün ekonomiyi istenen ölçüde destekleyememesi gibi etkenler, özellikle gelişmiş ülke ekonomilerindeki toparlanmayı geciktirmektedir.

Küresel ekonomideki ivme kaybına ve bunun neticesinde geleneksel kanallardan finansmana erişimin KOBİ ve girişimciler için zorlaşmasına karşın, alternatif finansman araçlarının gelişimi yakın geçmişte dikkat çekici şekilde artmıştır. Tam bu noktada, Türkçemizde “kitlesele fonlama”

sini sağlamıştır. Son birkaç yıllık zaman zarfında sisteme dâhil olan katılımcı sayısı, başarıya ulaşan proje miktarı ve yaratılan fon büyüklüğü gibi parametreler göz önüne alındığında, hâlihazırda emekleme aşamasında olan kitlesele fonlamanın, yakın gelecekte büyük bir gelişim göstereceği kanısı kabul görmektedir¹.

Kitlesele fonlama sistemi, yakaladığı popülarite ile alternatif bir finansman çözümü olarak ön plana çıkması nedeniyle, Birliğimiz tarafından yayınlanan “Gösterge Güz 2014”² yayınına konu olmuştu. Bu çalışmada sistemin tanımı, işleyiş prensibi ve uygulama modellerine ek olarak dünyadaki ve ülkemizdeki gelişmeler ile yarattığı risk ve potansiyeller ele alınmıştır.

Bu makalemizde, kitlesele fonlama sisteminin taşıdığı risklerin daha etkin bir şekilde yönetilmesi, işleyişin sağlıklı dinamikler üzerinde tesis edilmesi ve paydaşların güvenilir şekilde sistemi kullanmasına yönelik yapılan denetim ve düzenlemeler irdelenecektir. Makalemize konu olan düzenleyici adımların incelenmesinde, kitlesele fonlamanın derinlik kazandığı gelişmiş ülkelere ağırlık verilmiştir.

Çalışmanın ilk bölümde kitlesele fonlama sistemi için düzenleme ihtiyacını doğuran nedenler detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Takip eden bölümde ise G7 olarak tanımlanan dünyanın en gelişmiş yedi ülkesindeki sisteme yönelik denetim ve düzenlemelere değinilmiştir.

Kitlesele Fonlama (Crowdfunding), 2010 yılından bu yana yarattığı 10 milyar dolarlık fon büyüklüğü ile modern zamanların en yaratıcı ve dikkat çeken alternatif finansman modeli olarak karşımıza çıkmaktadır.

olarak kullanılan “Crowdfunding”, 2010 yılından bu yana yarattığı 10 milyar dolarlık fon büyüklüğü ile modern zamanların en yaratıcı ve dikkat çeken alternatif finansman modeli olarak karşımıza çıkmaktadır.

Artan bir hızla gelişen ve yaygınlaşan enformasyon ağı ve yoğun şekilde kullanılan sosyal medya portalları, internet tabanlı kitlesele fonlama sisteminin kısa sürede gelişme-

¹ Dünya Bankası'nın Ekim 2013 tarihli “Crowdfunding's Potential for the Developing World” çalışmasının bulgularına göre sektörde yaratılacak hacim 2014 yılında 9 milyar dolar olarak tahmin edilirken, 2025 yılına yönelik projeksiyonlar 96 milyar doları göstermektedir.

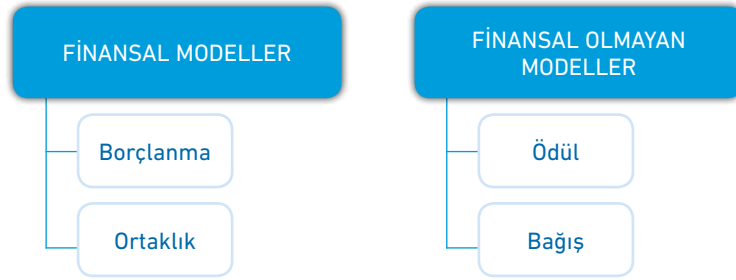
² İlgili çalışma Birliğimizce yayınlanan Gösterge Güz 2014 dergisinde yer almaktadır.

I. DÜZENLEME GEREKSİNİMİ & GEREKÇELER

Dünya genelinde kabul görmüş ve en yoğun olarak kullanılan dört temel kitlesel fonlama modeli bulunmaktadır. Finansal olmayan modellerden farklı olarak, borçlanma ve ortaklık bazlı kitlesel fonlama sistemlerinin içerdiği finansal getiri beklentisi, taraflar için riskleri de beraberinde getirmektedir. Bundan dolayı, kitlesel fonlama

zemin sağlayabilmektedir.

Finansal piyasalar temel olarak güven üzerine inşa edilmiştir. Ancak internet gibi tam denetime tâbi olmayan sanal bir ortamda faaliyet gösteren kitlesel fonlama sisteminde güvenilirlik potansiyel bir sorun teşkil etmektedir.



sistemi üzerine düzenleyici otoritelerce geliştirilen ya da uygulanması düşünülen denetim ve düzenlemeye yönelik kurallar ağırlıklı olarak finansal modellerde yoğunlaşmıştır.

Kitlesel fonlama düzenlemelerinin temeli, tüm paydaşların haklarının gözetilmesine ve hizmet sağlayıcı platformların fon arama ve fon yaratma fonksiyonlarının güvenilir şekilde sürdürülmesine dayanmaktadır. Özellikle finansal getiri tabanlı olan borçlanma ve ortaklık temelli kitlesel fonlama modellerinin içerdiği potansiyel risklerin varlığı, sisteme yönelik düzenleme ihtiyacının doğmasına neden olmuştur.

Kitlesel fonlama sistemi tümüyle internet tabanlı bir fon yaratma mekanizması olup işleyiş sanal ortamdaki platformlar üzerinden gerçekleşmektedir. Bu platformlar, proje başvuru değerlendirmesi ve kabul gören projelerin tanıtımı ile başlayan ve fon toplama - aktarım işlemleri ile devam eden süreci yönetmektedir. Bundan dolayı, aracılık hizmeti veren platformların şeffaf ve objektif şekilde faaliyet göstermesi sadece sistemin sağlıklı gelişimi için değil, tüm paydaşların haklarının korunması için de hayati önem taşımaktadır. Güvenilirlik konusuna ek olarak, platformların denetimden uzak olması, kara para aklama ve yasal olmayan fon transferlerinin gerçekleşmesine

Örneğin platformlar ve proje sahibi girişimciler tarafından yapılacak tanıtım, reklam, görüş ve tavsiyelerin yatırımcıları yanıltma ihtimalleri bulunmakta olup bu etkenlerin sistemin gelişimine gölge düşürmesi muhtemeldir.

Hem yatırımcı hem de girişimci tarafından maruz kalınabilecek dolandırıcılık riski, güven sorununu takiben sisteme getirilen temel eleştirilerden biridir. Yasal olmayan fon transferi, dolandırıcılık ve benzeri etkenlerden ötürü yatırımcı, katılımında bulunduğu parasal miktarın platform nezdinde ne ölçüde güvende olduğunu şeffaf olarak takip edemeyebilir. Diğer taraftan proje için hedeflenen tutarın yakalanması durumunda, fon transferinin önceden belirlenen şartlar dâhilinde platform tarafından girişimciye tam olarak aktarılması riski de bulunmaktadır.

Platform işleyişinden kaynaklanması muhtemel olumsuzluklara ek olarak finansal modellere yönelik olarak da yatırımcıların farklı risklere maruz kalması muhtemeldir. Örneğin borçlanma yolu ile yapılan kitlesel fonlamada girişimci tarafından geri ödeme taahhüdünün yerine getirilmemesi ihtimali öne çıkan en önemli risk unsurudur.

Borçlanma modellerinde finansman ihtiyacı içinde olan kişiler, banka ve benzeri kredi kuruluşları üzerinden

borçlanmak yerine, kitlesel fonlama sistemi üzerinden sağladıkları fonlara karşılık olarak belli bir faiz üzerinden geri ödeme taahhüdünde bulunur. Taraflar için buradaki temel motivasyon geleneksel finansal kuruluşlarla yapılan işlemlere kıyasla, girişimcinin daha az maliyetle fon bulması ve yatırımcının ise daha yüksek bir getiri sağlamasıdır. Ancak bu motivasyon, yeterli finansal okuryazarlığın olmaması ya da bu modellere yönelik yeterli bilgi sahibi olunmaması nedeniyle finansal zararlara sebebiyet verebilir.

Borçlanma sistemlerine yatırım yapanlar, kabul gören bir kredi notu ya da kredi değerlemesi olmaması nedeniyle girişimcilerin tarihsel borç geri ödeme performansları ve kredibilitesi hakkında tam bilgi sahibi olamayabilir. Bu noktada şeffaf bir derecelendirme mekanizmasının tesisi, riskliliğin daha net görülmesini sağlayacak ve modelin işlevselliğini arttıracaktır.

Diğer bir finansal model olan ortaklık bazlı kitlesel fonlamaya yönelik de düzenleme ihtiyacı bulunmaktadır. Bunun temel gerekçesi, ortaklık modeli dâhilinde geliştirilen projelerin kurulum safhasında olması nedeniyle yüksek batma riski içermesidir. Buna ek olarak bu türdeki projelerin tutar olarak yüksek olması, ilgili tarafların haklarını koruyabilmek ve oluşabilecek risklerin yönetilebilmesi adına denetime olan gereksinimi daha da artırmaktadır. Ayrıca başarı ile hayata geçen ortaklık modellerinde, yatırımcının sahip olduğu hisse payını dilediği zaman kolayca alıcı bularak satamaması da likidite riski yaratmaktadır.

Finansal modellerde yatırımcı ve girişimci kaynaklı oluşabilecek risklerin azaltılması ve daha etkin yönetilebilmesi sadece kaynak aktarımının işleyişi için değil kitlesel fonlama sisteminin itibarı için de önemlidir. Fon arayışı içinde olan girişimcinin finansal durumu, özellikle borçlanma modellerinde geri ödeme kapasitesi başlığında ön plana çıkmaktadır. Diğer taraftan, getiri beklentisi ile girişimcilere borç verecek ya da ortak olacak yatırımcıların projelere maddi olarak ne ölçüde dâhil olacağı konusu düzenlemelerdeki yerini almaktadır.

Fon toplama ve transferine aracılık yapan platformların resmi ve yasal olarak faaliyette olup olmaması, girişimci ve yatırımcı ile olan temel faaliyetleri dışında ilgili taraflarla çıkar çatışması³ içinde olma olasılığı ve batmaları duru-

munda süregelen projelere yönelik ödemelerin devamlılığı gibi noktalar da düzenlemelerde önemli yer tutmaktadır. Buna ek olarak kitlesel fonlama sisteminin içerdiği güven sorunundan dolayı platformların faaliyetlerinin ilgili otoritelerce denetim ve gözetime tâbi olmaları, sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesine destek olacak ve böylelikle sektörün gelişimi ve sürdürülebilirliği daha sağlam bir zeminde inşa edilecektir.

Sistemi düzenleme gerekçelerinden bir diğeri ise, fonlamanın geleneksel fon yaratma enstrümanları ve prosedürlerine kıyasla oldukça basit internet tabanlı oluşumlar ile yapılabilmesidir. Geleneksel finansal sistem içinde risk sermayesinin yaratılması, ilgili otoritelerce ortaya konulan karmaşık kurallar ve yüksek sermaye gereksinimi gibi zorlayıcı şartları içermektedir. Alternatif bir finansman kanalı olan kitlesel fonlama ise sermaye oluşumu ve içerdiği risklerden ötürü benzer düzenlemelere tâbi olabilecektir. Sistem dâhilinde sermaye yeterliliği gibi yaklaşımlara ek olarak aracılık hizmeti sağlayanların kredibilite, eğitim ve tecrübe gibi kalitatif özelliklerinin tespiti ve bunlara yönelik düzenleme gereksinimleri de önem arz etmektedir. Ayrıca kısa bir zaman içinde sistemin yarattığı fon hacmi ve artan yatırımcı ilgisi, düzenleyici kurumların yakın zamanda bu sistem üzerinde yoğunlaşmasını beraberinde getirmiştir.

Kitlesel fonlama düzenlemelerinin temeli, tüm paydaşların haklarının gözetilmesine ve hizmet sağlayıcı platformların fon arama ve fon yaratma fonksiyonlarının güvenilir şekilde sürdürülmesine dayanmaktadır.

³ Platformların proje tanıtlarında sübjektif olması, yatırımcıları yönlendirmesi, sistemin içerdiği tüm riskleri anlaşılır ve detaylı olarak tüm paydaşlarla paylaşmaması, yatırımcı ve girişimciler ile doğrudan ya da dolaylı ticari ilişki içinde bulunması gibi durumlar çıkar çatışmasına neden olabilecek unsurlardır.

II. DENETİM VE DÜZENLEME

Ülkeler arasındaki yasal altyapı ve kanun uygulamaları ile sermaye piyasalarına yönelik ulusal ölçekli düzenlemelerdeki farklılıklar, ilgili karar alıcıların kitlesel fonlama sisteminde kendi piyasalarına yönelik aksiyon almalarını gerektirmiştir. Ayrıca kitlesel fonlama sisteminin gelişimi ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelerde ön plana çıkmasına karşın, erişilen hacim ve risk algısı bu ülkeler arasında homojenlik göstermemektedir. Dolayısıyla sisteme yönelik yasal ve ekonomik düzenlemeler, küresel bir mutabakatla oluşturulmuş kurallar manzumesi formunu almadığından henüz ulusal düzlemde tasarlanmakta ve belli başlı ülkelere uygulanmaktadır.

Örneğin AB gibi büyük bir siyasi ve ekonomik oluşum, üzerinde yoğun şekilde çalışılmasına karşın⁴, henüz kitlesel fonlama sisteminin işleyişine yönelik uzlaşmaya varılmış ve yasalaşmış herhangi bir düzenlemeye sahip değildir.

Diğer taraftan üye ülkelerin ulusal düzeyde düzenlemelere yöneldiği görülmektedir.

Bu bölümde dünyanın en gelişmiş yedi ekonomisi olarak adlandırılan G7⁵ grubu ülkelerinde kitlesel fonlama sisteminde dair son yıllarda öne çıkan denetim ve düzenlemeler incelenecektir. Ekonomik ve finansal gelişmişliğin bir sonucu olarak kitlesel fonlama sisteminin bu ülkelerde derinlik kazandığı bilinmektedir. Dolayısıyla G7 ülkelerinde kitlesel fonlamaya yönelik tasarlanan ve hayata geçirilen düzenleyici kurallar, hem sistemin küresel olarak geleceğini şekillendirmekte hem de diğer ülke uygulamalarına büyük ölçüde rehberlik etmektedir.

1. ABD

ABD, finansal gelişmişliğine paralel olarak küresel ölçekte kitlesel fonlama sisteminde en büyük paya sahip olan ülke konumundadır. Bundan dolayı ABD’de sisteme yönelik düzenleyici adımlar atılmış ve kitlesel fonlamanın gelişimini destekleyici birçok karar alınmıştır. Temel olarak bu noktada atılan adımlar, KOBİ niteliğinde olan işletmeler ile girişimcilerin finansmana erişimlerini kolaylaştırmaya yönelik hedefler içermektedir.

2011 yılında gündeme gelen ve yasalaşan, “Küçük Ölçekli Şirket Oluşumu” (Small Company Formation), “Girişimcinin Sermayeye Erişimi” (Entrepreneur Access to Capital) ve “İş Yaratıcılar İçin Sermayeye Erişim” (Access to Capital for Job Creators) kanun teklifleri bu konuda ön plana çıkan önemli çalışmalardır.

2013 yılında ise ABD Başkanı Barack Obama’nın büyük desteği ile “Yeni Girişimleri Canlandırma” (Jumpstart Our Business Startups Act) kanunu yürürlüğe girmiştir. Kamuoyunda orijinal halinin baş harflerinden oluşan JOBS

Act olarak da bilinen bu kanunla, kitlesel fonlama sisteminde yönelik de bir dizi düzenleme getirilmiştir. 23 Eylül 2013 tarihinde yürürlüğe giren JOBS kanunu, hali hazırda kitlesel fonlama üzerine ulusal bazda yeknesak kuralları getiren en önemli düzenleme olarak kabul görmektedir.

JOBS yasası ile kitlesel fonlama üzerinden yeni yatırım yapma ve iş kurma fırsatlarının genişletilmesi hedeflenmiştir. Kanun ile kitlesel fonlama sistemine yönelik kural koyma yetkisi, ABD’deki finansal piyasaları düzenleyici kuruluş konumundaki Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu’na (Securities and Exchange Commission-SEC) verilmiştir.

Kanunla birlikte, kurulum aşamasındaki projelere finansman sağlanabilmesine yönelik olarak girişimcilere platformlar üzerinden tanıtım ve reklam verme olanağı sağlanmıştır. Diğer taraftan kitlesel fonlama platformlarında bu projelere yatırım yapacak olanlara akredite yatırımcı olma zorunluluğu getirilmiştir. 23 Ekim 2013 tarihli çalış-

⁴ Kitlesel fonlamanın gelişimi ve düzenlemesine yönelik olarak AB Komisyonu çatısında 2013 Haziran’ından bu yana bir dizi çalışma yapılmıştır. Bunların en günceli, 3 Kasım 2014 tarihli II. Avrupa Kitlesel Fonlama Paydaşlar Forumu’dur. Çalışmalar hakkında daha fazla bilgiye bu zantıdan ulaşılabilir: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/crowdfunding/index_en.htm

⁵ IMF verilerine göre GSYH bakımından Dünyanın en büyük 7 ekonomisini kapsayan gruptur. Ekonomik büyüklük sırasına göre üyeleri; ABD, Japonya, Almanya, Fransa, Birleşik Krallık, İtalya ve Kanada’dır.

ması ile SEC, akredite olmayan yatırımcıların da finansal kitlesel modellere yatırımına yönelik olanakları değerlendirdiğini ve buna bağlı yeni kuralların getirileceğini belirtmiştir. Kanunla beraber ABD'de faaliyet gösteren finansal modellere yönelik platformların da SEC ve Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi (Financial Industry Regulatory Authority-FINRA) tarafından broker, dealer ya da fonlama platformu olarak kayda alınması şartı gelmiştir.

Akredite yatırımcı olabilmek için minimum 1 milyon dolarlık net servetin olması, ya da son 3 yıl içinde yıllık 200.000 dolarlık kazancın bulunması, ya da son iki yıl içinde eşi ile birlikte yıllık toplam gelirin en az 300.000 dolar olması ve bu durumun en az iki yıl daha devam edeceğinin kanıtlanması koşulu aranmaktadır.

Akredite yatırımcıların projelere yapacakları katılımlar üzerine de tutarsal sınırlamalar getirilmiştir. Buna göre yatırımcılar 12 aylık dönem zarfında;

- Yıllık geliri/net serveti 100.000 dolar ve altında olan yatırımcılar 2.000 dolar, ya da yıllık gelirlerinin/net servetlerinin %5'ine (hangisi daha yüksek ise) kadar yatırım yapabilir.
- Yıllık geliri ya da net serveti 100.000 dolara eşit ya da fazla olanlar ise yıllık gelirlerinin ya da net servetlerinin %10'una kadar yatırım yapabilir.

Kanunla beraber fon arayan girişimci tarafına da bir takım kısıtlar getirilmiştir. Kitlesel fonlama üzerinden yaratılacak kaynak tutarının üst sınırı 1 milyon dolar olarak belirlenmiştir. Buna ek olarak 100.000 dolar ile 500.000 dolar arasında fon talep eden projelere ait finansal tabloların hazırlanarak SEC'e sunulması gerekmektedir. 500.000 dolar ve üzerinde fon isteyen projelerin ise denetimden geçme zorunluluğu bulunmaktadır.

ABD'de hâlihazırda borçlanma modeline yönelik iki çeşit düzenleyici kurum vardır. Bunlardan biri federal düzenleyici olan SEC ve diğeri ise eyalet düzeyindeki düzenleyicilerdir. Borçlanma modelleri 1933 Menkul Kıymet Kanununa göre SEC düzenlemelerine tâbidir. Buna aracılık yapan platformlar ise halka açık şirket gibi kabul edilirler. Bundan dolayı finansal tablolarına ek olarak, aylık bazda yatırımcı, girişimci ve fon detaylarını kamuoyu ile paylaşırlar. Eyalet düzenlemeleri ise yeknesak değildir ve farklılık göstermektedir. Ancak üç temel ortak yetkileri bulunmaktadır. Bunlar; borçlanmaya aracılık eden platformu tamamen kapatmak, SEC düzenlemeleri doğrultusunda faaliyetlerine izin vermek ya da akredite yatırımcılar ile faaliyetlerine izin vermek olarak sıralanabilir.

2. İngiltere

Kitlesel fonlama sisteminde bir diğer önemli ülke olan İngiltere'de borçlanma ve ortaklık modellerine yönelik düzenlemeler Finansal Yönetim Otoritesi (Financial Conduct Authority-FCA) tarafından yapılmaktadır. 1 Nisan 2014 tarihli yeni düzenlemelerle, tüketici kredilerine yönelik borçlanmalara aracılık eden platformlar FCA denetimine tâbidir. Kredi tabanlı kitlesel fonlama platformlarına yönelik öne çıkan noktalar aşağıdaki gibidir.

- Yatırımcıların platform, süreç ve işleyiş hakkında detaylı bilgi sahibi olmaları için platformlara yönelik tanıtıcı bilgiler açık ve kolay anlaşılabilir şekilde verilmelidir.
- Platformlar var olan muhtemel risk ve bunlara bağlı uyarıları net bir şekilde açıklamalı ve bunları olduklarından daha küçük ya da önemsiz olarak göstermemelidir.

- Platformların batmaları durumunda kredi geri ödemelerinin aksamaması için takip edecekleri bir tasfiye planına sahip olmaları gereklidir.
- Tüm platformlardaki borçlanma faiz oranı genel bir tasarruf hesabına uygulanan faiz oranı ile büyük bir farklılık yaratmayacak şekilde olmalıdır.
- Platformlarda yayınlanacak her türlü proje tanıtımı hassas ve adil bir şekilde hazırlanmalı ve haksız rekabete yol açmamalıdır.
- İhtiyati tedbirlere yönelik olarak platformların minimum toplam kredi fonlamasının belli bir oranını ya da 50.000 pound (hangisi daha yüksekse) tutarında karşılığı bulundurma zorunluluğu vardır. Ancak bu alt sınır Nisan 2017'ye kadar 20.000 pound olarak uygulanacaktır.

İngiltere’de Nisan 2014 tarihli düzenlemelerle birlikte ortaklık bazlı modellerden yararlanabilecek yatırımcıların, aşağıda belirtilen koşullardan en az birini yerine getirmesi gerekmektedir.

- Sisteme yapılan katılım tutarının, net varlıklarının en fazla %10’u kadar olması.
- FCA düzenlemelerine tâbi olan finansal kuruluşlardan profesyonel yatırım danışmanlığı alınıyor olması.
- Nitelikli yatırımcı (high net worth investor)⁶ olması.

• Altta belirtilen dört şarttan en az birini yerine getirerek bireysel katılım yatırımcısı (sophisticated investor) olması.

- Son 6 aydır melek yatırımcı ağı üyesi olmak.
- Son 2 yıldır borsaya kote olmayan bir şirkete yatırım yapmış olmak.
- Son iki yıldır girişim sermayesi kuruluşlarında çalışıyor ya da çalışmış olmak.
- Yıllık cirosu 1 milyon pound ve üzerinde olan bir şirkette son iki yıldır yönetici olarak çalışıyor ya da çalışmış olmak.

3. Kanada

Kanada’da sermaye piyasalarını ulusal bazda düzenleyen bir kamu otoritesi bulunmamaktadır. Gerekli düzenlemeler, kendi sınırları dâhilinde her eyaletin sermaye piyasası komisyonları tarafından uygulanmaktadır. Bundan dolayı ülkedeki kitlesel fonlamaya yönelik düzenlemeler ülke genelinde yeknesak bir çizgide bulunmamakta olup eyaletler kitlesel fonlamaya yönelik farklı mevzuat ve uygulamaları takip edebilmektedir. Bundan dolayı ortaklık bazlı kitlesel fonlama bazı eyaletlerde yasal olabiliyorken bazılarında değildir. Dolayısıyla Kanada’da faaliyet gösteren platformlar, girişimciler ve yatırımcılar bulundukları eyalet düzenlemelerine tâbi olmaktadır.

Ülkedeki ilk ortaklık bazlı kitlesel fonlama platformu Eylül 2009’da Ontario’da kurulan “Optimize Capital Markets”dır. Haziran 2013’de Ontario Menkul Kıymet Komisyonu (Ontario Securities Commission-OSC) bu platformun sadece akredite yatırımcılara (200.000 Kanada doları yıllık gelire sahip olmak ya da konut hariç 1 milyon Kanada doları finansal varlığa sahip olmak ya da 5 milyon Kanada doları net varlığa sahip olmak), hizmet verebileceğini duyurmuştur. Diğer taraftan, ülkede finansal fonlama modeli üzerinden yaratılan fonlar, ticari kazanç olarak değerlendirilmekte ve bu doğrultuda vergilendirilmektedir.

Kitlesel fonlama üzerinde farklı eyalet uygulamaları bulunmasına rağmen, Ontario, Britanya Kolumbiyası, Manitoba, Quebec, New Brunswick ve Yeni İskoçya eyaletlerinde borçlanma modellerinin işletilmesi, Mart 2014

tarihli düzenlemeler ile aşağıda listelenen koşullar doğrultusunda sağlanmaktadır.

- Her bir girişim projesinin üst limiti 150.000 Kanada dolarıdır.
- Projenin platformlar üzerinde bulunma süresi 90 gün ile sınırlıdır.
- Girişimci senede sadece iki kez fon toplamak için çağrı yapabilecektir.
- Girişimci iki proje çağrısına eş zamanlı olarak çıkarmaktadır.
- Fonlamaya konu olan proje çağrısı düzenlemeye tâbi olan bir platform üzerinden yapılacaktır.
- Her bir yatırımcının bir projeye yapacağı katılım tutarı en fazla 1.500 Kanada dolarıdır.
- Yatırımcılar sahip oldukları ortalık paylarını süresiz olarak tutabilirler.

Ortaklık modellerinde ise yukarıda belirtilen koşullar, tutarsal limitler haricinde geçerlidir. Bu türdeki fonlama uygulamalarına getirilen koşullar ise şöyledir;

- Girişimci her yıl en fazla 1,5 milyon Kanada doları tutarında fon yaratabilir.
- Yatırımcılar bir yıl içinde en fazla 10.000 Kanada doları toplam yatırım yapabilir ve her bir proje için en fazla 2.500 Kanada doları katılımda bulunabilir.

⁶ 100.000 pound ve üzerinde yıllık gelire ya da 250.000 pound ve üzerinde net varlığa sahip olanlar nitelikli yatırımcı olarak tanımlanmaktadır.

Kitlesel fonlama platformları, faaliyette bulundukları eyalette ilgili sermaye piyasası otoritelerince verilen lisansa sahip olmalıdır. Buna ek olarak ortaklık bazlı projelere aracılık eden platformlar, kendileri üzerinden fonlama

çağrısında bulunan şirketlerin yasal olarak faaliyette olduğunu ve yatırımcılara yönelik verdikleri bilgilerin doğruluğu kontrol etmektedir.

4. Almanya

Alman vatandaşların geleneksel finansal sisteme olan bağlılıkları ve Alman bankacılık sisteminin sunduğu rekabetçi piyasa koşulları, ülkede alternatif finansman modellerinin oluşması önünde engel gibi gözükmeye karşın ülkede finansal tabanlı kitlesel fonlama modelleri gelişmiştir. Bu gelişime bağlı olarak otoritelerce sisteme yönelik düzenlemeler 12 Eylül 2012 tarihli "Kitlesel Fonlama ve Denetim Kanunu" çatısı altında hayata geçirilmiştir.

Almanya'da ortaklık bazlı kitlesel fonlama hizmeti iki temel platform çeşidi üzerinden yapılmaktadır. Bunlardan ilkinde finansal hizmet aracılığına yönelik olarak Alman Bankacılık Kanunu (Kreditwesengesetz) gereği lisans sahibi olma zorunluluğu bulunmaktadır. Kitlesel fonlamaya yönelik bu lisans, ülkedeki diğer tüm finansal hizmet sağlayıcılarında olduğu gibi Alman Finansal Denetim Otoritesi (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-BaFin) tarafından verilmektedir. Diğer platform çeşidi ise herhangi bir lisansa sahip olmayan platformlardır. Bu platformlara yönelik lisanslama muafiyet şartı her bir ortaklık projesinin yıllık fonlama tutarının 100.000 Avro'yu geçmeyecek şekilde belirlenmiştir. Buna ek olarak lisans muafiyeti için fonlamaya konu olan ortaklık modelinin, yönetime karışmayan ortaklık (silent partnership) olarak şekillenmesi gerekmektedir. Ülkede en yaygın olarak kullanılan ortaklık tabanlı kitlesel fonlama, lisans zorunluluğu olmayan platformlar üzerinden yapılmakta olup lisans zorunluluğu bulunan platform kullanımı nadirdir.

Tutar sınırı ve pasif ortaklık şartları ile lisans muafiyetinden yararlanabilecek olan platformların aşağıda belirtilen 3 koşulu da yerine getirmesi beklenmektedir.

- Sadece yatırım (kurum portföyüne yönelik finansal enstrüman alım satımı) ya da kontrat (müşteri hesabına yönelik finansal enstrüman alım satımı) aracılığı (contract broking) faaliyeti yapmak.
- Pasif ortaklık temelli ve Yatırım Ürünleri Kanunu'nda belirlenmiş, sadece ilk kez finansmana konu olacak yatırım ürünlerinin sunulması.

- Yatırımcılara sunulacak hisselerin herhangi bir çoğunluk yönetim hakkı ya da hâkim ortaklık yaratmaması.

Ortaklık bazlı modellere yönelik faaliyet gösterecek olan platformlar, yukarıda belirtilen şartları sağladığı sürece BaFin tarafından verilen lisansa tâbi olmayacaktır. Bu platformların sadece Alman Ticaret ve Sanayi Düzenleme Kanunu çerçevesinde verilen ve şartları zor olmayan basit bir lisansa sahip olmaları gerekmektedir.

Lisans muafiyeti, kitlesel fonlama sisteminin gelişimi adına bir takım dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Yatırıma ilk kez konu olan (Vermögensanlagen olarak nitelenen) ürünlerde alım-satım hacminin düşük olması, bu ürünlere yönelik piyasanın gelişimini engellemektedir. Buna ek olarak platformların yatırımcılarına bu ürünlerin alım-satımına yönelik bir piyasa yaratma/sunma olanağı bulunmamaktadır. Bu kısıt ancak platformun lisans sahibi olması ile aşılabilmektedir.

Ortaklıktan farklı olarak borçlanmaya yönelik kitlesel fon-



lama modellerinde, yatırıma konu olan finansal varlık Vermögensanlagen olarak nitelenen yatırım ürünü kapsamına girmemektedir. Bundan dolayı platformların sadece Alman Ticaret ve Sanayi Düzenleme Kanunu'nda belirtilen ve kolay alınan lisansa sahip olmaları gerekmektedir.

Hem ortaklık hem de borçlanma modelleri, platformlar üzerinden fon transferi içermektedir. Almanya için bu durum finansal temelli kitlesel fonlama modellerinin Alman Ödeme Hizmetleri Kanunu'na tâbi olmalarını gerektirmektedir.

Son olarak platformların kitlesel fonlamaya aracılık ede-

bilmeleri için ticari bir yapıya sahip olmaları ve aşağıdaki iki kriterden birine uymaları gerekmektedir.

- Bankacılık faaliyeti yapıyor olmak ya da ticari bir finansal hizmet sunuyor olmak.
- Ödeme hizmeti sağlayıcısı olmak.

Menkul Kıymet Tanıtım Kanunu gereği, platformların kitlesel fonlama işleyişine yönelik detaylı bir iş modeli hazırlamaları da gerekmektedir.

5. Fransa

Fransa'da kitlesel fonlama, ABD'dekine benzer olarak KOBİ'lerin finansman alternatiflerini kolaylaştırmayı ve bunu daha geniş bir tabana yaymayı hedeflemektedir. Buna bağlı olarak Fransa'da kitlesel fonlamanın yasal altyapısı Ekim 2014'te oluşturulmuştur. Platform işleyişinin şeffaflığı ve yatırımcı haklarının korunması, getirilen düzenlemelerde önemli yer tutmuştur.

Yürürlüğe giren kanun ile ortaklık bazlı sistemlere aracılık yapacak platformlara kitlesel fonlama yatırım danışmanlığı (Conseillers en Investissement Participatif-CIP) statüsü verilmiştir. Borçlanma tabanlı platformlar ise kitlesel fonlama aracı kuruluşu (l'intermédiaire en Financement Participatif-IFP) olarak belirlenmiştir. Bu platformlar Fransız finansal piyasa düzenleyicisi olan Autorité des Marchés Financiers (AMF) tarafından düzenlenmektedir.

Aylık işlem hacmi 3 milyon Avro'dan az olan aracı platformlar, finansal kurumların tâbi olduğu merkez bankası karşılıklarından muaf tutulmaktadır. Hem ortaklık (CIP)

hem de borçlanma (IFP) bazlı kitlesel fonlama platformlarına yönelik herhangi bir minimum sermaye gereksinimi bulunmamaktadır. Diğer taraftan bu platformlar, kara para ve dolandırıcılık ile ilgili yasal mevzuata tâbi olacaktır.

Diğer ülkelerde olduğu gibi, Fransa'da da kredi piyasasında hakim oyuncu bankalardır. Alınan yeni kararlar ile bu piyasanın borçlanma tabanlı kitlesel fonlamanın gelişimine destek vermesi hedeflenmiştir. Buna göre katılımcılar belirlenen limitler dâhilinde bireylere ya da kurumlara borç verme imkânı bulabilecektir. Borçlanma modellerine yönelik alınan kararlar gereği borç verenin her bir kredi için katılım miktarı azami 1.000 Avro olarak belirlenmiştir. Buna ek olarak her bir katılımcının borçlanma modelinde toplam riskine 300.000 Avroluk bir üst sınır getirilmiştir. Girişimciler ise her bir proje için en fazla 1 milyon Avro borçlanabilecek ve borçlanma vadesi azami yedi yıl olacaktır.

Kitlesel fonlama platformuna üye olan tüm tarafların bağımsız Yatırım ve Sigorta Kuruluşları Siciline (Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurance-ORIAS) tescil edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca platformların faaliyette bulunmaları için yöneticilerinin bankacılık tecrübesinin olması şartı getirilmiştir. Şeffaflığın artırılmasına yönelik ise, kitlesel fonlamaya konu olan borçlanma gereksiniminin tüm detayları platformlarca sağlanacak ve muhtemel tüm risk unsurları platformların internet sitelerinde kamuoyu ile paylaşılacaktır. Ayrıca platformların yıllık faaliyet raporu hazırlamaları ve bunu kamuoyu ile paylaşmaları gerekmektedir.



6. İtalya

İtalya'da borçlanma modelleri merkez bankası tarafından düzenlenmektedir. Kitlesel fonlama platformları bankalar gibi lisanslanmakta ve benzeri düzenlemelere tâbi olmaktadır.

Ortaklık tabanlı kitlesel fonlamalar özel karşılıklara tâbidir. Temel hedef yaratıcı girişimlerin sağlıklı bir şekilde hayata geçirilebilmesi ve yatırımcı haklarının korunmasıdır. Ortaklık modelleri, konsolide finans kanununa ve 26 Haziran 2013 tarihli İtalyan Finansal Piyasalar Kurulu (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa-CONSOB) düzenlemesine göre uygulanmaktadır. Bu düzenleme ile getirilen gereklilikler aşağıda belirtilmiştir.

- Ortaklık bazlı kitlesel fonlama platform faaliyetlerini lisanslı yatırım firmaları ile bankalar yapabilmektedir.
- Bunlar dışında CONSOB'a kayıtlı olan firmalar da kitlesel fonlama faaliyetleri yapabilir. Ancak bunlar yatırımcıların varlıklarını tutma hakkına sahip olmadıklarından işlemleri lisanslı kurumlar üzerinden yapacaklardır.
- Platformların yönetiminde finansal iş tecrübesi, bilgi teknolojilerine yatkınlık ve profesyonel becerilerin bulunması gerekmektedir.
- Kitlesel fonlama faaliyetlerinin periyodik olarak CONSOB'a raporlanması gerekmektedir.
- Platformlar, yatırımcılarla olası kitlesel fonlamaya konu olan borçlanma ve ortaklıkların tüm olası risklerini açıklayıcı bilgileri paylaşmalıdır.
- Portalın kredibilitesinin artırılmasına yönelik profesyonellerin sisteme dâhil olması hedeflenmektedir. Bunun için hedeflenen borç miktarının en az %5'lik kısmı profesyonel yatırımcılar ya da bankalar tarafından sağlanmalıdır.
- Finansal kitlesel fonlamanın içerdiği yüksek risk ve belirsizlikler uyarı niteliğinde portalda yer almalı ve katılımcıların bu uyarıları okumalarının sağlanması hedeflenmektedir.

Getirilen düzenlemelerle, ortaklık bazlı modeller için her bir fonlama çağrısına getirilen yıllık üst sınır 5 milyon Avro olarak belirlenmiştir. Yatırımcıların bu modellere yönelik her bir proje için katılım tutarları bireyler için 500 Avro (yıllık maksimum 1.000 Avro), kurumlar için ise 5.000 Avro (yıllık maksimum 10.000 Avro) ile sınırlandırılmıştır.

İtalya'da kitlesel fonlama, ödül karşılığı yapılmak suretiyle ilk olarak 2011 yılında ortaya çıkmış olup 2013 yılında İtalyan hükümeti tarafından kitlesel fonlamanın tüm yöntemlerinin bütünüyle kullanılabilmesine olanak tanıyan yasal altyapı sağlanmıştır. Buna göre İtalya'da kitlesel fonlama platformları resmi bir tescile tâbi tutulmakla birlikte hisse karşılığı kitlesel fonlama faaliyetinde bulunulması da serbesttir. İtalya, AB ülkeleri arasında kitlesel fonlama sistemine ilişkin yeknesak ve kapsamlı düzenlemeleri getiren ülkelerin başında gelmektedir.



7. Japonya

Japonya'da Mayıs 2014'te Finansal Araçlar ve Borsa Kanununa yapılan eklemeler ve getirilen düzenlemeler ile kitlesel fonlama yasal zemine kavuşmuştur. Düzenlemelerdeki motivasyon kaynağı özellikle kurulum aşamasında olan firmaların sermaye gereksinimlerinin sağlanmasıdır. Düzenlemelerin Mayıs 2015'te yürürlüğe girmesi beklenmektedir.

İlgili düzenleme öncesi Japonya'da kitlesel fonlama, yasal kısıtlardan dolayı ağırlıklı olarak ödül ve bağış bazlı sistemlerle yürütülmekteydi. Ortaklık bazlı kitlesel fonlama sisteminde ise hâlihazırda hayli az sayıda platform faaliyet göstermektedir.

Yeni düzenleme ile kitlesel fonlama platformlarının belirli limitler dâhilinde doğrudan halka arz ya da tahsisli satış yapmalarına olanak sağlanmaktadır. Platformların fonlama limitleri kamu otoritelerince belirlenecek olup 100 milyon Yen'den (yaklaşık 1 milyon ABD doları) fazla olmaya beklenmektedir. Diğer taraftan yatırımcı başına katılım payının ise 500.000 Yen (yaklaşık 5.000 ABD doları) sınırını geçmeyeceği düşünülmektedir.

Japonya'da kitlesel fonlama platformların, ortaklık modeli için 1. tip (type I)⁷ aracı kurum, ortaklık bazlı modellerde faaliyet gösterebilmesi için ise 2. tip (type II) aracı kurum vasfı taşıması gerekmektedir. Ancak 1. tip aracı kurum olma şartlarının, 2. tip aracı kurumlarınkine nazaran daha zorlayıcı olması nedeniyle, ülkede hâlihazırda hizmet veren platformların büyük bölümü 2. tip aracı kurumlardır.

Kitlesel fonlama platformları, yeni gelen düzenlemeler ile diğer finansal aracılık hizmetinde bulunan kuruluşların tâbi olduğu aşağıda yer alan bir takım şartlardan muaf olacaklardır.

- 1. tip aracı kurumların tâbi olduğu sermaye yeterliliği düzenlemeleri

- Daha düşük sermaye gereksinimi

- 1. tip kitlesel fonlama aracıları için 50 milyon Yen'den (1. tip aracı kurumların hâlihazırda tâbi olduğu tutar) 10 milyon Yen'e düşürülmüştür.
- 2. tip kitlesel fonlama aracıları için 10 milyon Yen'den (2. tip aracı kurumların hâlihazırda tâbi olduğu tutar) 5 milyon Yen'e düşürülmüştür.

İnternet tabanlı fonlama sisteminde dolandırıcılık ve suistimallere karşı ise kayıtlı platformların bir dizi şartları yerine getirme zorunluluğu bulunmaktadır. Bunların başında düzenlemelere uyumlu reklam ve tanıtım yapmak, platformun genel işleyişi hakkında ilgili taraflara detaylı bilgi vermek, borçlanma ve ortaklık modellerine yönelik tüm süreci risklerini de dikkate alacak şekilde yatırımcıya aktarmak gelmektedir.



⁷ 1. tip aracı kurumlar hisse senedi, devlet ve özel sektör tahvil ve varant gibi ürünlerde işlem yapabilirken, 2. tip aracı kurumlar ise daha az likit olan sabit getirili ürünlerde hizmet vermektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Artan bir hızla yaygınlaşan enformasyon ağı internet tabanlı kitlesel fonlama sisteminin kısa sürede gelişmesini sağlamıştır. Son birkaç yıllık zaman zarfında sisteme dâhil olan katılımcı sayısı, başarıya ulaşan proje miktarı ve yaratılan fon büyüklüğü gibi parametreler göz önüne alındığında, hâlihazırda emekleme aşamasında olan kitlesel fonlamanın, yakın gelecekte büyük bir gelişim göstereceği beklenmektedir.

Kitlesel fonlama sisteminde finansal modeller, borçlanma ve ortaklık olarak sınıflandırılmaktadır. Barındırdığı risk ve getiri ile finansal fonlama modellerinin gelişmiş ülkelerde gösterdiği büyüme performansı, son yıllarda bu ülkelerde ilgili konu üzerine yoğun çalışmalar yapılmasına neden olmuştur. Bu çerçevede gelişmiş ülkelerde düzenlemeye yönelik atılan adımlar, makalemizde incelenmeye çalışılmıştır.

Kitlesel fonlama düzenlemelerinin temeli tüm paydaşların haklarının gözetilmesine ve platformların fon arama-fon yaratma fonksiyonlarını güvenilir şekilde sürdürmesine dayanmaktadır. Buna ek olarak platformların denetimden uzak olmasının kara para aklama ve yasal olmayan fon transferlerinin gerçekleşmesine zemin sağlayacağından da endişe edilmektedir.

ABD, küresel ölçekte kitlesel fonlama sisteminde en büyük paya sahip olan ülke konumundadır. Bundan dolayı ABD’de sistemi düzenleyici ve gelişimini destekleyici birçok karar alınmıştır. Temel olarak atılan adımlar, KOBİ niteliğinde olan işletmeler ile girişimcilerin finansmana erişimlerini kolaylaştırmaya yönelik hedefler içermektedir. 23 Eylül 2013 tarihinde yürürlüğe giren JOBS kanunu, hali hazırda kitlesel fonlama üzerine ulusal bazda kurallar getiren en önemli düzenlemedir.

Kanunla birlikte, kurulum aşamasındaki projelere finansman sağlanabilmesine yönelik olarak girişimcilere tanıtım yapma ve reklam verme olanağı sağlanmıştır. Diğer taraftan bu projelere yatırım yapacak olanlara akredite yatırımcı olma zorunluluğu getirilmiştir. Akredite yatırımcı olabilmek için minimum 1 milyon dolarlık net servetin olması, ya da son 3 yıl içinde yıllık 200.000 dolarlık kazancın bulunması, ya da son iki yıl içinde eşi ile birlikte yıllık

toplam gelirin en az 300.000 dolar olması ve bu durumun en az iki yıl daha devam edeceğinin kanıtlanması koşulu aranmaktadır. Akredite yatırımcıların projelere yapacakları katılımların tutarına da sınırlamalar getirilmiştir.

İngiltere’de borçlanma ve ortaklık modellerine yönelik düzenlemeler Finansal Yönetim Otoritesi (Financial Conduct Authority-FCA) tarafından yapılmaktadır. 1 Nisan 2014 tarihli yeni düzenlemelerle, tüketici kredilerine yönelik borçlanmalara aracılık eden platformlar FCA denetimine tâbi olacaktır. Ortaklık modellerine yönelik düzenlemelerde ise ABD’de olduğu gibi kitlesel fonlama faaliyetinde bulunacak yatırımcıların akredite olması zorunludur. Ek olarak, akredite olan yatırımcıların sisteme yaptıkları yatırımlar, net varlıklarının yüzde onunu geçmemektedir.

Kanada’da kitlesel fonlamaya yönelik düzenlemeler ülke genelinde yeknesak bir çizgide bulunmamakta olup farklı eyaletler kitlesel fonlamaya yönelik farklı mevzuat ve uygulamaları takip edebilmektedir. Bundan dolayı ortaklık bazlı kitlesel fonlama, bazı eyaletlerde yasal olabiliyor-ken bazılarında değildir. Ülkede finansal fonlama modeli içinde yer alan yatırımcıların akredite olma zorunluluğu bulunmaktadır.

Almanya’da ortaklık bazlı kitlesel fonlama hizmeti iki temel platform çeşidi üzerinden yapılmaktadır. Bunlardan ilki için finansal hizmet aracılığına yönelik olarak Alman Bankacılık Kanunu gereği lisans sahibi olma zorunluluğu bulunmaktadır. Kitlesel fonlamaya yönelik bu lisans, ülkedeki diğer tüm finansal hizmet sağlayıcılarında olduğu gibi Alman Finansal Denetim Otoritesi (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-BaFin) tarafından verilmektedir. Diğer platform çeşidi ise herhangi bir lisansa sahip olmayan platformlardır. Bu platformlara yönelik lisanslama muafiyet şartı her bir ortaklık projesinin yıllık fonlama tutarının 100.000 Avro’yu geçmeyecek şekilde belirlenmiştir. Ülkede en yaygın olarak kullanılan ortaklık tabanlı kitlesel fonlama, lisans zorunluluğu olmayan platformlar üzerinden yapılmakta olup lisans zorunluluğu bulunan platform kullanımı nadirdir.

Fransa’nın kitlesel fonlamaya olan bakışı ABD’de olduğu gibi KOBİ’lerin finansman alternatiflerini kolaylaştırmak

ve bunu daha geniş bir tabana yayarak geliştirmek yönündedir. Buna bağlı olarak kitlesel fonlamanın yasal altyapısı Ekim 2014'te oluşturulmuştur. Borçlanma modellerine yönelik alınan kararlar gereği, borç verenin her bir kredi için katılım miktarı 250 Avro olarak belirlenmiştir. Buna ek olarak, bir katılımcının borçlanma modelinde toplam riskine 300.000 Avroluk üst sınır getirilmiştir.

İtalya'da borçlanma modelleri merkez bankası tarafından düzenlenmektedir. Kitlesel fonlama platformları bankalar gibi lisanslanmakta ve benzeri düzenlemelere tâbi olmaktadır. Ortaklık tabanlı platformlar ise özel karşılıklara tâbidir. Temel hedef yaratıcı girişimlerin sağlıklı bir şekilde hayata geçirilebilmesi ve yatırımcı haklarının korunmasıdır. 2013 yılında kitlesel fonlamanın yasal altyapısı sağlanmıştır. Buna göre İtalya'da kitlesel fonlama platformları resmi bir tescile tâbi tutulmakta olup hisse karşılığı kitle-

sel fonlama faaliyetinde bulunulması serbesttir. İtalya, AB ülkeleri arasında kitlesel fonlama sistemine ilişkin yeknesak ve kapsamlı düzenlemeleri getiren ülkelerin başında gelmektedir.

Japonya'da ise kitlesel fonlama, yasal kısıtlardan dolayı ağırlıklı olarak ödül ve bağış bazlı sistemlerle yürütülmekteydi. Ortaklık bazlı kitlesel fonlama sisteminde ise hâlihazırda hayli az sayıda platform faaliyet göstermektedir. Yeni düzenleme ile, kitlesel fonlama platformlarının belirli limitler dâhilinde doğrudan halka arz ya da tahsisli satış yapmalarına olanak sağlanmaktadır. Platformların fonlama limitleri kamu otoritelerince belirlenecek olup 100 milyon Yen'den (yaklaşık 1 milyon ABD doları) fazla olmayacağı beklenmektedir.

Kaynakça

2014-2016 Stratejik Plan, Sermaye Piyasası Kurulu – SPK, Nisan 2014

An Analysis of 18 Platforms in Germany, Switzerland, United Kingdom and Austria Seen from the Perspective of Consumer, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

Communication from The Commission to The European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and The Committee of The Regions: Unleashing the Potential of Crowdfunding in the European Union, Avrupa Komisyonu, Mart 2014

Communication on Crowdfunding in the European Union - Frequently Asked Questions, Avrupa Komisyonu, Mart 2014

Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast, Eleanor Kirby, Shane Worner, IOSCO, Ekim 2013

Crowdfunding: Commercial and Regulatory Developments, Philip Morgan, Richard Jordan, Paul Higgins, K&L Gates, Mart 2014

Crowdfunding's Potential for the Developing World, World Bank, Ekim 2013

Dağıtık Girişimci Sermayesi: Kitle Fonlaması, Mustafa Ergen, Jason Lau, Kuntay Bilginoğlu, Koç Üniversitesi, Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı 3. Sanayi Şurası, Kasım 2013

EBA Response to the European Commission's Consultation Paper on Crowdfunding, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

European Crowdfunding Stakeholder Forum Members' Input: Awareness Raising and Code of Conduct, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

European Crowdfunding Stakeholder Forum Members' Input: What Can We Learn From the Past about Failures?, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

Financement Participatif France, Code of Conduct, 1st European Crowdfunding Stakeholder Forum Meeting, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

Girişimcilikte Finansmanın Yeni Yüzü: Kitlese Fonlama (Crowdfunding), Şafak Herdem, Herdem Avukatlık Bürosu, Ekim 2014

Investor Education: Important Things to Know Before Investing in Innovative Start-Ups Through a Portal, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

Minutes of the 1st European Crowdfunding Stakeholder Forum Meeting, Avrupa Komisyonu, Eylül 2014

SEC Proposes Crowdfunding Rules, Deborah L. Jacobs, Forbes, Ekim 2013

SEC Releases 'Crowdfunding' Rule, Sarah N. Lynch, Reuters, Ekim 2013

SEC Urged to Scale Back 'Crowdfunding' Rules, Andrew Ackerman, The Wall Street Journal, Şubat 2014

Startup Europe Crowdfunding Network, Final Report Nisan 2014

Cadia Stock Exchange: www.cadiase.com

Crowdfund Intermediary Regulatory Advocates: www.cfira.org

Crowdfunding World Summit: www.crowdfundingworldsummit.com

Crowdsourcing: www.crowdsourcing.org

European Crowdfunding Network: www.europecrowdfunding.org

International Organization of Securities Commissions: www.iosco.org

U.S. Securities and Exchange Commission: www.sec.gov

Trucrowd Portal: www.trucrowd.com

UK Crowdfunding Association: www.ukcfa.org.uk

ASEAN SERMAYE PİYASALARI ENTEGRASYONU

Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği (ASEAN) Ekonomik Topluluğu 31 Aralık 2015'e kadar ASEAN ekonomisinde köklü değişimler planlamaktadır. Bu planın sermaye piyasaları tarafında, bölgedeki pay ve tahvil piyasalarının geliştirilmesi ve entegrasyonu ile yatırım fonlarının sınır ötesi işlem görmesi konusunda, bir kısmı başarıyla tamamlanmış ve bir kısmı halen sürdürülmekte olan girişimler bulunmaktadır. 2003 yılında kurulan Asya Tahvil Piyasaları Girişimi, bölgede yerel para birimi cinsinden tahvil ihracını teşvik etmeyi ve bu tahvillere olan talebi artırmayı amaçlamaktadır. Pay piyasalarının uyumu yönündeki çalışmalar ise Haziran 2011'de 'ASEAN Borsaları'nın kurulması ile belirgin bir hal almıştır. ASEAN ailesindeki toplam piyasa değeri 2,4 trilyon \$'a ulaşan yedi borsa bu çatı altında toplanmıştır. Bu işbirliği, ASEAN İşlem Bağlantısı, ASEAN endeksleri ve ASEAN Invest aracılığıyla ASEAN piyasalarına erişimi kolaylaştırarak ve bölge yatırımcılarına daha fazla yatırım olanağı sunarak, bölgenin rekabet gücünü artırmayı amaçlamaktadır.



Deniz Bayram

dbayram@tspb.org.tr

Ticaret ve finansal işlemlerin küreselleşmesi ile beraber dünyanın çeşitli coğrafyalarında ulus devletler bölgesel olarak siyasi, ekonomik veya sosyal boyutları olan işbirlikleri geliştirmeye başlamıştır. Bu tip işbirliklerinin en ileri örneği Avrupa Birliği olmakla beraber, Amerika kıtasında da Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması ile ABD, Kanada ve Meksika bir blok oluşturmuştur.

Son yıllarda dünya ekonomisinde giderek artan öneme sahip olan Asya'da da benzer girişimler bulunmaktadır. Rusya ve Çin'in dâhil olduğu Şanghay İşbirliği

Örgütü veya eski Sovyet Bloku ülkelerini içeren Avrasya Ekonomi Topluluğu bunlara örnek verilebilir.

Neredeyse 50 yıl önce kurulan Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği ASEAN'in çalışmaları da son yıllarda ivme kazanmıştır. Birliğin 2015 yılına yönelik önemli hedefleri bulunmaktadır. Bu makalede, dünyanın ekonomik olarak en önemli topluluklarından biri olan ASEAN'in çatısı altında yapılan entegrasyon çalışmalarına değinecek ve sermaye piyasası alanındaki girişimleri detaylı olarak ele alacağız.

I. ASEAN

Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği veya ASEAN (The Association of Southeast Asian Nations) 8 Ağustos 1967'de imzalanan antlaşmayla; Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'ın üyeliğinde faaliyetlerine başlamıştır. Yıllar içinde Brunei, Vietnam, Laos,

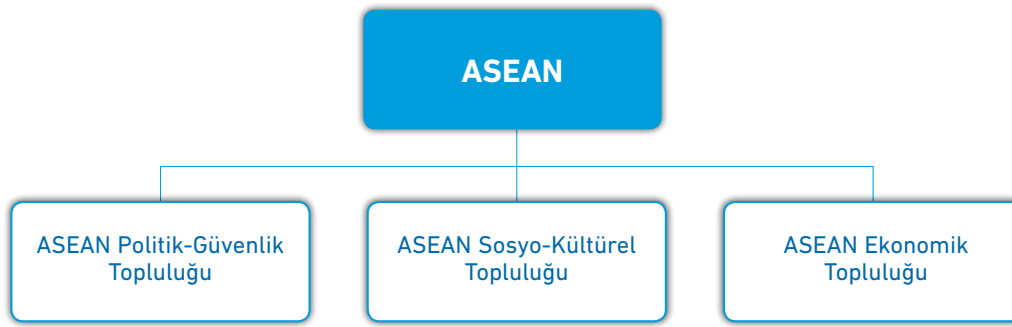
Myanmar ve Kamboçya'nın da katılımıyla, birliğin üye sayısı ona ulaşmıştır. Bugün ASEAN, 620 milyonluk nüfusuyla dünya nüfusunun yaklaşık %8,7'sini, ve 2,4 trilyon \$'a yaklaşan geliriyle dünyadaki toplam gelirin %3'ünden fazlasını oluşturmaktadır.



Birliğin birincil hedefleri; üye ülkelerde ekonomik büyümeyi hızlandırmak, sosyal ve kültürel gelişimi sağlamak ve bölgedeki barış ve istikrarı korumaktır. ASEAN bu doğrultuda kurulmuş üç alt topluluktan oluşmaktadır. Bunlardan ilki; ortak değer ve ilkelerden oluşan yasal bir birlik oluşturmayı, iyi yönetim, insan haklarına saygı ve demokrasiye bağlılığı benimsetmeyi hedef edinen 'ASEAN Politik-Güvenlik Topluluğu'dur. İkincisi, bölgedeki insanların yaşam kalitesini artırmayı amaçlayan ve sosyal sorumluluk projelerini yürüten 'ASEAN Sosyo-Kültürel Topluluğu'dur. Üçüncüsü ve bu makalede bahsedeceğimiz birçok girişimin öncüsü olan topluluk ise 'ASEAN Ekonomik Topluluğu'dur. (ASEAN Economic Community, AEC)

Zirvesi dışında, dışişleri bakanlarının oluşturduğu Düzenleme Konseyi de yılda iki kez toplanmaktadır.

ASEAN'ın üç alt topluluğuna ait konseyler de yine üye ülkelerin ilgili bakanlarından oluşmaktadır. Her konseyin altında bakanlık kurulları bulunmakta ve bu kurullar bakanlar ve konuyla ilgili üst düzey yetkililerden oluşmaktadır. Bu kurullar farklı alanlarda her yıl yaklaşık 700 toplantı düzenlemektedir. ASEAN Sekreterliği ise alınan kararların uygulanma sürecini gözlemler ve birliğin resmi kayıtlarını tutar. ASEAN'da karar alma mekanizmasındaki temel prensipler istişare ve oy birliğidir. Bazı ekonomik kararların uygulanmasında, oy birliğine varılamaması durumunda, ASEAN-X (ASEAN



ASEAN her yıl iki kez, ASEAN Zirvesi adı verilen, tüm üye ülkelerin devlet liderlerinin bir araya geldiği, bölgesel konuların ve dış ilişkilerin gündeme getirildiği toplantılar yapmaktadır. Bu toplantıda imzalanan anlaşmalar ve yayınlanan bildiriler üye ülkelerin alınan kararlara en yüksek seviyede bağlılığını ifade eder. Zirve, ASEAN Bakanlık Kurulları ve ASEAN Sekreterliği tarafından danışılan konularda son karar alma ve aynı zamanda temyiz organı olarak görev yapar. ASEAN

eksi X) adı verilen esnek katılım politikası uygulanır. Makale boyunca çok kez atıfta bulunacağımız ASEAN+3 işbirliği, 1997'de Çin, Japonya ve Güney Kore ile ilişkileri güçlendirmek amacıyla kurulmuştur. 97-98 Asya finansal kriziyle önemi iyice artan bu birliğin, bugünün Asya'sındaki finansal istikrarda önemli rolü olduğu düşünülmektedir. Bu üç ülkenin yanı sıra ASEAN'ın, Avustralya, Yeni Zelanda ve Hindistan ile de önemli ikili ilişkileri bulunmaktadır.

II. ASEAN EKONOMİLERİ

Tablo 1'de ASEAN+3 ülkelerine ait temel makroekonomik veriler özetlenmiştir. Görüldüğü üzere ASEAN ülkeleri, Singapur'dan Myanmar'a çok farklı ekonomik özellikler sergilemektedir. Gruba Çin, Japonya ve Güney Kore de eklendiğinde toplam nüfus, gelir, ticaret hacmi ve yatırım olanaklarıyla, dünyadaki büyüklüklerin çok önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu ülkelerin ekonomi alanında yaptığı girişimler, dünya piyasalarında kritik öneme sahiptir. ASEAN'in ilk ekonomik entegrasyon adımlarından olan ASEAN Serbest Ticaret

Bölgesi (ASEAN Free Trade Area, AFTA) antlaşması 28 Ocak 1992'de, birliğin beş kurucu ülkesi ve Brunei tarafından imzalanmıştır. Laos, Myanmar ve Kamboçya'nın da sonradan kabul ettiği bu antlaşmayla, gümrük vergisi oranları çok geniş kapsamlı bir ürün listesi için %0 ile %5 arasına indirilmiştir. Biraz sonra bahsedeceğimiz AEC Tasarısı kapsamında da, hem bu vergilerin hem de vergi dışı ticaret bariyerlerinin 31 Aralık 2015'e kadar tamamen ortadan kaldırılması planlanmaktadır. ASEAN'in ekonomik işbirliğindeki motivasyonunu anla-

mak için, tarihte biraz geriye gitmek gerekmektedir. 1980'li yıllarda, gelişmiş ülkeler genelinde finansal piyasalara verilen önemin artmasıyla birlikte, Doğu Asya ekonomileri de finansal serbestleşme akımının içinde yerini almıştır. Doğu Asya ekonomilerinin 1990'lı yılların başındaki güçlü durumu, bölgeyi, ticaret ve yatırım için oldukça cazip bir hale getirmişti. Bunun yanı sıra, artan tüketici tabanı ve altyapı finansmanı ihtiyacı ile Asya içerisindeki büyük ölçekli tasarruflar, bugün 'Asya mucizesi' olarak anılan dönemin en belirgin özellikleriydi. Singapur, Malezya, Tayland ve Endonezya gibi ASEAN üyesi ülkeler, %7'yi aşan büyüme oranlarıyla en hızlı gelişen ülkeler arasında yer almaktaydı. Çok büyük çaplı sermaye girişleri ve yurtiçi yatırımlardan,

Ancak 1997 yılında, Doğu Asya ekonomilerinin işleyişindeki o zamana dek dikkate alınmayan çarpıklıklar, zayıf finans sistemi ve özel sektör bilançoları, etkilerini göstermeye başlamıştı. Büyük sermaye ve sıcak para girişlerinin ardından bu durum; ülkelerin para birimi, borsa ve diğer kıymetlerinin büyük miktarda değer kaybetmesine yol açmıştı. '1997 Doğu Asya Mali Krizi' olarak bilinen bu kriz, Asya ülkeleri için önemli bir dönüm noktası olmuştur. Finansal sektörü geliştirmek ASEAN ülkeleri için önemli bir hedef olmuş olsa da, krizin ardından bu çabalar çok daha belirgin bir hal almış ve sermaye piyasası reformları ASEAN hükümetleri için odak noktası haline gelmiştir.

Tablo 1: ASEAN+3 Makroekonomik Göstergeler (2014)

Ülke	GSYH (Milyar ABD\$)	Kişi Başına Düşen GSYH (ABD\$)	GSYH Büyüme Oranı (%)	Nüfus (Bin)	Dış Ticaret Hacmi (Milyar ABD\$)	Kamu Borç Stoku (% GSYH)	İşsizlik Oranı (%)	Enflasyon Oranı (%)	Cari Denge (Milyar ABD\$)
ASEAN									
Brunei	15.1	36,607	-0.7	413	13.9	2.6	2.7	-0.2	3.6
Kamboçya	16.6	1,081	7.0	15,313	24.3	29.5	-	1.0	-2.0
Endonezya	888.6	3,534	5.0	251,490	354.5	25.0	6.1	1.5	-26.2
Laos	11.7	1,693	7.4	6,898	6.0	62.5	-	8.4	-2.9
Malezya	326.9	10,804	6.0	30,262	443.0	57.0	2.9	2.6	15.1
Myanmar	62.8	1,221	7.7	51,419	32.8	39.7	4.0	0.8	-4.5
Filipinler	284.9	2,865	6.1	99,434	128.9	37.2	6.8	2.4	12.6
Singapur	308.1	56,319	2.9	5,470	776.0	98.8	2.0	2.7	58.8
Tayland	373.8	5,445	0.7	68,657	455.5	47.2	0.8	7.5	14.2
Vietnam	186.0	2,053	6.0	90,630	299.7	58.7	2.5	2.7	10.1
ASEAN+3									
Çin	10,380.4	7,589	7.4	1,367,820	4,303.0	41.1	4.1	0.0	209.8
Japonya	4,616.3	36,332	-0.1	127,061	1,506.1	246.4	3.6	0.6	24.3
Güney Kore	1,416.9	28,101	3.3	50,424	1,098.2	35.7	3.5	1.9	89.2

Kaynak: IMF WEO, WTO

* Bazı veriler IMF hesaplamalarıdır.

sermaye piyasaları ve özellikle de pay piyasaları büyük ölçüde yararlanmaktaydı. 1996 yılında ASEAN üye ülkelerinin borsalarının piyasa değerleri toplamı 725 milyar \$'a ulaşmıştı.

Krizden önce, finansal enstrümanların ve halkın sermaye piyasaları konusundaki bilgisinin kısıtlılığı, hem hane halkları hem de kurumların Asya içindeki yatırım seçeneklerini kısıtlamaktaydı. Bireysel ve kurumsal tasarrufların çoğu ABD veya Avrupa'daki düşük geti-

rili hazine bonolarına ve diğer menkul kıymetlere yönelmekte veya gayrimenkul girişimleri gibi krizin de nedenlerinden biri olduğu düşünülen spekülasyon piyasalarına yatırılmaktaydı.

Pay piyasalarının zayıflığı, volatilite ve likidite azlığı; sabit getirili yatırım araçlarının ise son derece kısıtlı olması, ASEAN'daki finansman ihtiyacının çok yüksek oranda bankalara bağlı olmasına neden oluyordu. Bölgedeki yüksek tasarruf arzı ve yatırım talebi, bölge dışı piyasalar veya bankacılık sistemi tarafından karşılanıyordu. Bu durum, para birimi ve vade uyumsuzluğu riskini artırarak, 1997 mali krizi sırasında,

çifte uyumsuzluk¹ sorunuyla karşı karşıya kalınmasına neden oldu. Krizin aşılması için, finansman kaynaklarının artırılarak bankacılık sistemine bağımlılığın azaltılması ve vade ile para birimi uyumsuzluğu sorunlarının ortadan kaldırılması gerekiyordu.

Kriz sonrası ASEAN bünyesinde bu doğrultuda gerçekleştirilen tahvil ve pay piyasaları entegrasyonu ile yatırım fonlarının sınır ötesi alım-satım yönündeki çalışmalarından önce, ASEAN ülkelerinin likidite ihtiyacı ve altyapı finansmanını sağlamak üzere yapılan girişimlerden bahsedeceğiz.

A. Chiang Mai Girişimi

2000 yılında ASEAN+3 üye ülkeleri, olası bir kriz durumunda kısa dönemli likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmek için Chiang Mai Girişimi'ni (The Chiang Mai Initiative) kurmuştur. Çift taraflı para birimi takası² düzenlemelerinden oluşan bu fon, 2004 yılında ortak bir rezerv havuzu ile geliştirilerek Çok Taraflı Chiang Mai Girişimi (The Chiang Mai Initiative Multilateralized, CMIM) adını almıştır.

Amerikan Doları, Avro ve Yen para birimlerinden oluşan fonun değeri 2012 yılı itibarıyla 240 milyar \$'a ulaşmıştır. Bir Asya para fonu oluşturma fikriyle yola çıkılarak kurulan ve IMF (Uluslararası Para Fonu) finansal kaynaklarını tamamlayıcı nitelikte olan bu fon, olası bir küresel krize karşı ASEAN+3 ülkeleri arasında oluşturulmuş en önemli girişim olarak görülmektedir.

B. Altyapı Finansmanı

97-98 krizi, Asya'daki altyapı yatırımlarını da olumsuz yönde etkilemiştir. ASEAN bölgesindeki toplam altyapı harcaması 1997 yılında 38 milyar \$ iken, bu rakam 2010 yılında dahi ancak 25 milyar \$'a kadar toparlanabilmiştir. ASEAN ülkelerinin altyapı sorunlarının çözülüp gelişmiş ülkeler seviyesine erişebilmesi için 2020'ye kadar yıllık 60 milyar \$'lık altyapı finansmanı gerektiği tahmin edilmektedir³. Biraz sonra ayrıntılı olarak bahsedeceğimiz uzun dönemli borçlanma araçlarının yanı sıra, ASEAN Altyapı Fonu (ASEAN Infrastructure Fund, AIF) ve Çin-ASEAN Yatırım İşbirliği Fonu (China-ASEAN Investment Cooperation Fund, CAF) tamamen altyapı finansmanı amacıyla kurulan ortak girişimlerdir.

AIF bölge halkının enerji, temiz su, sağlık ve ulaşım hizmetlerine erişimini geliştirecek projelere, 2020'ye kadar ilk yıl 300 milyon \$ olmak üzere, her yıl %10 artışla toplam 4 milyar \$ altyapı finansmanı sağlamayı planlamaktadır. Fonun başlangıç sermayesi, 2012 yılında ADB'nin yaptığı 150 milyon \$ ve ASEAN hükümetlerinin yaptığı 335 milyon \$ katkıdan oluşmaktadır. Enerji ve doğal kaynak altyapısını geliştirmeyi hedefleyen CAF ise, Çin Eximbank başta olmak üzere üç Çin kuruluşu ve Uluslararası Finans Kurumu'nun (International Finance Corporation, IFC) başlangıç katkılarıyla 2009 yılında kurulmuştur. İlk aşamada yaklaşık 1 milyar \$ toplayan fon, Kamboçya, Laos, Filipinler ve Tayland'daki dört şirkete yatırım yapmıştır ve ASEAN ülkelerine toplamda 10 milyar \$ yatırım yapmayı hedeflemektedir.

¹Vade uyumsuzluğu bir bankanın varlıklarının uzun (kısa) dönemli, yükümlülüklerinin kısa (uzun) dönemli olması durumunda; para birimi uyumsuzluğu ise, varlıkların yerel para birimi (yabancı para birimi), yükümlülüklerin yabancı para birimi (yerel para birimi) cinsinden olması durumunda oluşur. İki durumun aynı anda yaşanmasına 'çifte uyumsuzluk' adı verilmiştir.

²Para birimi takası (currency swap), belirlenmiş bir süre zarfında, iki tarafın önceden belirlenmiş bir döviz kuru ile farklı para birimlerindeki faiz ödemeleri akışını ve farklı para birimlerindeki ana para miktarlarını vadesi geldiğinde takas etmeyi taahhüt ettiği sözleşmedir.

³Groff, 2014.

Kutu 1: Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği

Bölgenin diğer en geniş topluluğu olan Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC, Asia-Pacific Economic Cooperation) de, ASEAN gibi bölgenin ekonomik kalkınma ve entegrasyonunu hedeflemekte olup, iki örgütün amaçları büyük ölçüde örtüşmektedir. APEC'in dünyanın en büyük ekonomilerinden bir kısmını da arasına alan 21 üye ülkesi (ABD, Avustralya, Brunei, Çin, Endonezya, Filipinler, Hong Kong, Japonya, Kanada, Kore, Malezya, Meksika, Papua Yeni Gine, Peru, Rusya Federasyonu, Singapur, Şili, Tayvan, Tayland, Yeni Zelanda, Vietnam), iki milyarı aşan bir nüfus ile dünya ticaret hacminin yarısını oluşturmaktadır. Fakat APEC, ASEAN'dan farklı olarak politika ve güvenlik alanları ile sosyal ve kültürel alanlarda çalışmalar göstermemekte, sadece ekonomik işbirliğine odaklanmaktadır.

APEC'in ASEAN'dan en temel farkı ise, gönüllülük esasıyla çalışmasıdır; toplantılarda alınan ekonomik veya ticari kararlar, üye ülkeler için bağlayıcı değildir. Dolayısıyla APEC büyüklük bakımından ASEAN'ın önüne geçse de, etkinlik bakımından biri diğerine üstünlük sağlamamaktadır. Birbirini tamamlayıcı nitelikte çalışan iki birlik, işbirliği içinde olmak ve sınırlı kaynaklardan en iyi şekilde yararlanmak için ortak çalışma alanları belirlemiştir.

C. ASEAN Ekonomik Topluluğu (AEC) Tasarısı

Krizin ardından ASEAN üyeleri hem ekonomilerini hem de finansal piyasalarını güçlendirmek için önemli adımlar atmış olsa da, Çin ve Hindistan'daki fevkalade büyüme oranları, sermaye akışının yönünü değiştirmiştir. Bu ortamda, çoğunlukla küçük ölçekli, yüksek işlem maliyetleriyle likiditesi düşük ve sermaye piyasası kısıtlamalarıyla oldukça kapalı olan ASEAN ülkelerinin, dış dünyayla rekabet edebilmek için işbirliği içinde bulunma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu nedenle ASEAN ve diyalog ortakları, sermaye piyasalarının entegrasyonu konusunda önemli kararlar almış ve bu doğrultuda günümüze kadar oldukça belirgin gelişmeler kaydetmiştir. Bu makalenin devamında, bu alandaki planlar ve gelişmelerden söz edeceğiz.

2008 yılında ASEAN liderleri, topluluk için bir yol haritası çizerek AEC dahil olmak üzere ASEAN'ın üç esas alt topluluğu için birer tasarı hazırlamıştır. 31 Aralık 2015'e kadar

ASEAN ekonomisinde köklü değişimler planlayan AEC tasarısı, 176 aksiyon planı ile her biri iki yıl olan dört ayrı uygulama sürecinden oluşan kapsamlı bir tasarıdır.

Tasarının dört temel ayağı;

- I. ASEAN'ı tek bir pazar ve üretim platformu haline getirmek,
- II. Rekabetçi bir ekonomik bölge yaratmak,
- III. Eşitlikçi ekonomik büyümeyi sağlamak,
- IV. ASEAN'ın küresel ekonomiye uyumunu sağlamak

şeklinde özetlenmektedir. Tasarının birincil ve en somut ayağı olan 'tek bir pazar ve üretim platformu' oluşturmak yönünde atılması gereken beş temel adım ise ürün, hizmet, yatırım, işgücü ve sermayenin serbest dolaşımını sağlamaktır.

Tek Bir Pazar ve Üretim Platformu

Ürünlerin
Serbest
Dolaşımı

Hizmetlerin
Serbest
Dolaşımı

Yatırımların
Serbest
Dolaşımı

Sermayenin
Serbest
Dolaşımı

İşgücünün
Serbest
Dolaşımı

AEC Tasarısı'nın sermayenin serbest dolaşımına yönelik hedefleri, ihraççıların tüm bölge piyasalarına erişimini sağlamak ve yatırımcıların bölge içinde herhangi bir yerde yatırım yapabilmesinin önünü açmaktır. Bu entegrasyon çabaları sonucunda, herkes tarafından herhangi bir sermaye piyasası ürününün, herhangi bir ASEAN piyasasında, ASEAN tabanlı bir yatırım kuruluşu aracılığıyla, tek bir erişim noktasından ve rekabetçi bir ücret karşılığı alım-satımının yapılabilmesi amaçlanmaktadır.

AEC Tasarısı ülkeler arası farklılıklardan dolayı, Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması (The North American Free Trade Agreement, NAFTA) gibi amaçların ve yol haritasının çok net bir şekilde belirlendiği bir anlaşma değildir. Bu nedenle uygulama sürecinde birçok kılavuz kullanılması ve süreci takip edebilmek amacıyla ilerleme raporları hazırlanması planlanmıştır. 2012'de yayınlanan ilerleme raporuna göre AEC, 2008-2011 yılları için koyduğu hedeflerin %67,5'ini gerçekleştirebilmiştir.

III. ASEAN SERMAYE PİYASALARI

ASEAN Sermaye Piyasaları Forumu (ASEAN Capital Markets Forum, ACMF), 2004 yılında AMM'de alınan kararla, üye ülkelerin sermaye piyasalarındaki kural ve düzenlemelerin uyumunu sağlamak ve bölgenin sermaye piyasalarının entegrasyonunu güçlendirmek amacıyla kurulmuştur. Üye ülkelerin menkul kıymet otoritelerinden oluşan ve her yıl iki kez toplanan bu forum, yakın zamanda muhasebe, denetim ve lisanslama standartlarının uyumunu sağlamıştır. Forumun mevcut durumdaki odak konusu, pay senetlerinin kamuyu aydınlatma gerekliliklerinin açıklanması ile halka arz belgelerinin (sirküler, izahname) ilgili otorite tarafından onaylanması ve bu belgelerin dağıtımı olmuştur.

4 Nisan 2008 tarihli ASEAN Maliye Bakanları Toplantısı'nda forum, sermaye piyasaları uzmanlarının oluşturduğu bir komisyon tarafından ve Asya Kalkınma Bankası'nın (Asian Development Bank, ADB) desteğiyle, bir uygulama planı hazırlama ve bu planı 2009'da yürürlüğe koyma kararı almıştır. Planın amacı, 2015 AEC Tasarısının hedefleri doğrultusunda, sermaye piyasaları uyumunun gelişmesini sağlamaktır.

Uygulama planının altı adet stratejik bileşeni şunlardır:

- I. Karşılıklı tanıma ve uyumu sağlamak,
- II. Bölgede bir borsa birliği geliştirmek ve kurumsal yönetimi güçlendirmek,
- III. Yeni ürünler ve bölgesel araçlar ortaya çıkarmak,
- IV. Tahvil piyasasının gelişimini ve entegrasyonunu güçlendirmek,
- V. Yurt içi sermaye piyasalarının gelişimini desteklemek,
- VI. ASEAN Sekreterliği aracılığıyla ASEAN uygulamaları ve koordinasyonunu güçlendirmek.

Makalenin geri kalanında, AEC tasarısı ve uygulama planı kapsamında, bölgedeki pay ve tahvil piyasalarının geliştirilmesi ve uyumu ile yatırım fonlarının sınır ötesi işlem görmesi konusunda bir kısmı başarıyla tamamlanmış ve bir kısmı halen sürdürülmekte olan girişimleri inceleyeceğiz.

A. Tahvil Piyasaları

Asya ülkeleri için, tasarruflarını uzun dönemli yatırımlara çevirmenin ve 97-98 krizinde yaşanan benzer bir 'çifte uyumsuzluk' krizini önlemenin yolu, tahvil piyasalarını sağlamlaştırmaktan geçmektedir. Bu nedenle bölge ülkeleri, ulusal tahvil piyasası çalışmalarını ortak bir girişim haline getirmeye karar vermiştir.

Bir ASEAN+3 girişimi olan 'Asya Tahvil Piyasaları Girişimi' (Asia Bond Markets Initiative, ABMI) 2003 yılında bölgedeki tahvil piyasalarını geliştirmek amacıyla Asya Kalkınma Bankası desteğiyle kurulmuştur. Daha verimli ve likit tahvil piyasaları kurmak için 2008'de hazırlanan yol haritası 2013'te yenilenmiş, 4 adet çalışma komitesi kurularak ABMI'ye daha belirgin bir yön verilmiştir. Bölgedeki

muhafazakâr yatırım eğilimleri nedeniyle, en yüksek kredi derecelendirme notlarına sahip şirketler dahi tahvil ihracıyla finansman sağlamakta zorlanmaktadır. Bu nedenle, kurulan dört çalışma komitesinden ikisinin amacı, yerel para birimi cinsinden tahvil ihracını teşvik etmek ve bu tahvillere olan talebi artırmaktır.

'Kredi Garantisi ve Yatırım Hizmetleri' (Credit Guarantee and Investment Facility, CGIF) bu doğrultuda Aralık 2010'da çalışmalarına başlamıştır. Japonya başta olmak üzere, ASEAN+3 ülkeleri ve ADB'nin 700 milyon dolarlık sermaye katkısıyla kurulan bu fon, bölgede ihraç edilen özel sektör tahvilleri için garanti sağlamaktadır. Şimdiye kadar Singapur, Endonezya ve Vietnam'da kote beş şirket CGIF garantisi altında yerel para birimi cinsinden tahvil ihraç etmiştir.

Yerel para birimi cinsinden tahvillere olan talebi artırmanın en önemli yolu piyasa bilgilerinin en iyi şekilde dağıtımını sağlamaktır. ABMF'nin bir parçası olan ASEAN Bonds Online tüm kamu ve özel tahvil verilerinin tek çatı altında toplandığı bir internet sitesidir. Japonya Finans Bakanlığı tarafından finanse edilen proje, yatırımcılara, hem bölge geneli hem de ülke bazında, güncel ve tarihsel verileri yapılandırılmış bir formatta sunmaktadır.

Birincil amacı yatırımcı ihtiyaçlarına cevap vermek olan bu site, bir yandan da ihraççılar, aracı kuruluşlar, kredi değerlendirme kuruluşları, piyasa düzenleyicileri, kanun yapımcılar, akademisyenler ve gazetecilere hitap etmektedir. Yol haritasının bu yöndeki mevcut amacı bu verilerin kalitesi, karşılaştırılabilirliği ve tutarlılığını artırmak ve veri kategorilerini genişletmektir.

1. Asya Tahvil Piyasası Platformu

ABMF yol haritasındaki diğer iki çalışma komitesinin amacı ise düzenleyici çerçeveyi ve tahvil piyasası altyapısını geliştirmektir. ASEAN+3 bölgesinin tahvil piyasası uzmanlarından oluşan ve üç ayda bir toplanan 'Asya Tahvil Piyasası Forumu' (ASEAN Bond Market Forum, ABMF) Eylül 2010'da bu doğrultuda kurulmuştur. Bu ortak platform, tahvillerin sınır ötesi işlemleriyle ilgili düzenlemelerin ve piyasa uygulamalarının uyumunu geliştirmeye yönelik çalışmaktadır. ABMF uzmanlarının görevi, tahvil piyasalarını ayrıntılı ve karşılaştırmalı olarak inceleyerek, piyasaların uyumunu sağlamak ve böylece sınır ötesi ihraç

ve yatırımların önünü açacak piyasa özelliklerini saptamaktır. ABMF, ASEAN+3 yetkililerine görüş ve önerilerini sunarak üçüncü çalışma komitesi tarafından uygulanacak uygulamaları belirler.

İki alt forumdan oluşan ABMF'nin ilk alt forumu, tüm ASEAN+3 ülkelerindeki piyasa uygulamalarını standardize etmeyi amaçlamaktadır. 'ASEAN+3 Çok Para Birimli Tahvil İhraç Çerçevesi' (ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework, AMBIF) bu doğrultuda kurulmuştur. AMBIF'in hedefi, ASEAN+3 ülkelerindeki ihraççıların AMBIF üyesi tüm ülkelerdeki profesyonel yatırımcılara tek bir tahvil ihracı ve kamuyu aydınlatma düzenlemesi çerçevesinde aynı anda ulaşmasını sağlamaktır. Bütün üye ülkelerin hukuksal ve düzenleyici gerekliliklerine uyum sağlayan bu çerçeve, bölge içindeki sınır ötesi tahvil alım satımını artırmayı hedeflemektedir.

Platformun ikinci alt forumu ise ASEAN+3 ülkeleri arasındaki takas işlemlerini bağdaştırmayı amaçlamaktadır. Bu amaçla kurulan 'Sınır-Ötesi Mutabakat Altyapısı Forumu' (Cross-Border Settlement Infrastructure Forum, CSIF), tahvil takas ve mutabakat işlemlerinin küresel bir saklayıcı vasıtası yerine, ülkelerin merkezi kayıt kuruluşlarının birbirine bağlanarak yapıldığı bir sistem kurmak için girişimlerde bulunmaktadır.

AMBIF'e üye ülkelerdeki düzenleyicilerin ortak kamuyu aydınlatma standartlarını kabul etmesi ve diğer üye ülkelerin kural ve süreçlerini tanıması gerekir. Hali hazırda Singapur, Japonya, Tayland ve Hong Kong'un bulunduğu ve Güney Kore'nin de yakın zamanda katılacağını teyit ettiği grubun, düzenlemeler tamamlandıkça diğer ülkeleri de içine alması planlanmaktadır. AMBIF platformunun başarıya ulaşmasıyla, ihraççılar birden fazla piyasadan finansman sağlayarak ölçek ekonomisinden yararlanabilecek ve işlem maliyetlerini azaltabileceklerdir.

2003 yılında kurulan 'Asya Tahvil Piyasaları Girişimi', bölgede yerel para birimi cinsinden tahvil ihracını teşvik etmeyi ve bu tahvillere olan talebi artırmayı amaçlamaktadır.

Tablo 2: Asya Tahvil Piyasaları Tahvil Stoku (Kamu ve Özel Toplam, milyar ABD\$)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Endonezya	54	77	86	70	99	107	110	111	108	123
Malezya	107	125	165	166	185	247	263	327	312	316
Filipinler	42	47	58	57	63	73	77	99	99	104
Singapur	83	99	122	128	141	169	191	231	244	241
Tayland	79	112	139	141	177	225	225	279	275	282
Vietnam	3	5	10	14	12	16	17	25	29	41
ASEAN Toplam	368	464	579	575	677	836	883	1,072	1,067	1,106
Çin	900	1,184	1,688	2,214	2,568	3,055	3,459	4,081	4,724	5,192
Güney Kore	754	922	1,027	817	1,016	1,149	1,229	1,471	1,641	1,703
Japonya	7,045	7,096	7,647	9,528	9,620	11,718	12,708	11,656	9,990	8,972
ASEAN+3 Toplam	9,067	9,667	10,942	13,133	13,881	16,758	18,280	18,281	17,422	16,973

Kaynak: aseanbondsonline.adb.org

2003'te ABMI'nin kuruluşundan bu yana yerel para cinsinden tahvil piyasaları büyük gelişme kaydetmiştir. 97-98 krizinden önce Asya'daki tahvil piyasaları, banka varlıkları ve pay piyasalarının değerine oranla oldukça kısıtlıyken, kriz sırasında bankacılık sistemi ve pay piyasalarının çöküşüyle tahvil piyasaları önemli bir rol kazanmıştır. Tablo 2'de görüldüğü üzere, 2005 yılından bu yana Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland ve Vietnam'daki

toplam tahvil stoku 368 milyar \$'dan, üç katın üstünde artış göstererek 1,1 trilyon \$'a ulaşmıştır. Tablo 3'te ise toplam işlem hacminin, 2005 yılında 461 milyar \$ iken, 2014 yılında yaklaşık 1.2 trilyon \$'a ulaştığı görülmektedir. Bu da günümüzde ASEAN tahvil piyasalarının, bölgedeki bankacılık sistemine alternatif bir finansman kaynağı haline gelmeye başladığını göstermektedir.

Tablo 3: Asya Tahvil Piyasaları İşlem Hacmi (Kamu ve Özel Toplam, milyar ABD\$)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Endonezya	28	41	74	53	42	85	119	114	96	126
Malezya	123	147	228	283	239	346	554	528	452	360
Filipinler	84	69	68	63	76	149	134	156	-	-
Singapur	131	134	184	292	204	308	318	268	265	147
Tayland	96	115	307	520	426	533	569	638	676	579
ASEAN Toplam	461	507	859	1,211	987	1,420	1,693	1,703	1,489	1,212
Çin	777	1,378	2,213	5,938	7,181	10,097	10,562	11,728	5,877	4,930
Güney Kore	1,475	1,412	1,270	1,262	1,702	2,486	2,810	2,750	2,881	2,623
Japonya	29,882	38,837	51,748	55,997	45,237	43,820	50,233	54,156	45,517	47,041
ASEAN+3 Toplam	32,595	42,134	56,090	64,408	55,107	57,823	65,298	70,337	55,765	55,805

Kaynak: aseanbondsonline.adb.org

B. Pay Piyasaları

ASEAN pay piyasalarının küçük; ürün ve hizmet yelpazelerinin dar; likiditelerinin düşük ve işlem maliyetlerinin yüksek olması, gelişmiş piyasalarla rekabeti güçleştirmektedir. Asya Ekonomik Topluluğu'nun pay piyasalarını güçlendirmek yönündeki amaçları, ASEAN piyasalarını küresel yatırımcılara tanıtmak, işlem verimliliğini artırmak ve bölge içinde ve dışında işlem maliyetlerini düşürmek olarak belirlenmiştir. ASEAN Sermaye Piyasaları Forumu ise, söz ettiğimiz uygulama planı doğrultusunda, ASEAN'ın sermaye piyasası bağlantılarının kurulması için gerekli uyum, altyapı, liberalizasyon ve hukuk çalışmalarını yapmakla yükümlüdür.

Haziran 2011'de, ASEAN sermaye piyasalarını geliştirmek ve bölge yatırımcılarına daha fazla yatırım olanağı sunmak amacıyla ASEAN-5 (Malezya, Endonezya, Tayland, Singapur, Filipinler) borsaları ile Vietnam'daki iki borsa işbirliğinde bulunarak sermayenin serbest dolaşımı yönünde önemli bir adım atmıştır. ASEAN ailesindeki yedi borsa; Malezya Borsası (BM), Hanoi Borsası (HNX), Ho Chi Minh Borsası (HOSE), Endonezya Borsası (IDX), Filipinler Borsası (PSE), Singapur Borsası (SGX) ve Tayland Borsası (SET) bir araya gelerek ASEAN'ı tüm dünyada markalaştırmak üzere 'ASEAN Borsaları' (ASEAN Exchanges) adı altında toplanmıştır.

ASEAN Borsaları'nın kuruluş amaçları kısaca, sınır ötesi işbirliğine öncülük etmek, ASEAN merkezli yeni ürünler yaratmak, ASEAN piyasalarına erişimi kolaylaştırmak ve bu piyasaları geliştirici girişimlerde bulunmak olarak özetlenmektedir.

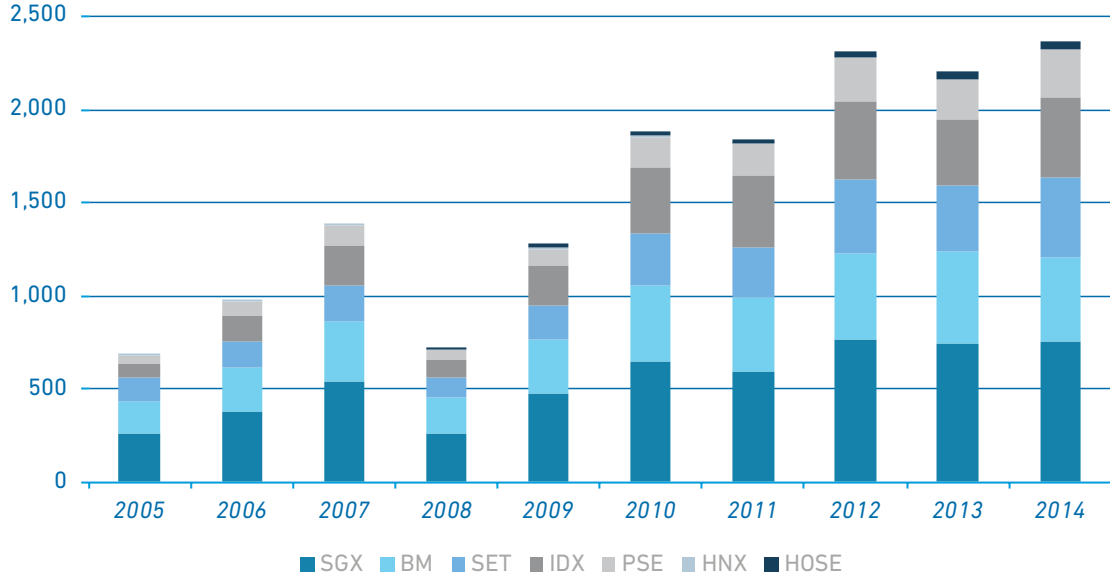
ASEAN Borsaları finans ve bankacılık, enerji, telekomünikasyon, ticaret, otomotiv ve diğer sanayi sektörlerinin lider firmalarından oluşan yaklaşık 3.700 kote şirketten oluşmaktadır. Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6 yedi borsanın son on yıldaki piyasa değeri, işlem gören şirket sayısı ve işlem hacmini göstermektedir. ASEAN borsalarının toplam piyasa değeri 2014 yılı sonunda 2,4 trilyon \$'a ulaşmaktadır.

ASEAN Borsaları işbirliğinin finansal aracılık, kapasite ve risk yönetimini güçlendirerek bölgenin gelişmesini sağlayacağı, ayrıca dışarıdan gelebilecek şoklara karşı kırılganlığı ve volatilitiyi azaltacağı öngörülmektedir. Bunun yanı sıra AEC'in öngördüğü üzere borsaların entegrasyonu, daha geniş bir yatırımcı tabanına ulaşım imkanı sunduğu için kote şirketlerin finansman maliyetini azaltmakta ve ASEAN ürünlerini tüm dünyaya tanıtarak marka bilinirliğini artırmaktadır. Tüm bu etkiler, ayrı ayrı dış dünyayla yarışmakta zorlanan ASEAN borsalarının büyük piyasalarla rekabet edebilmesini sağlayacaktır.

ASEAN Borsaları ile birlikte kurulan web sitesi, dünyaya, ASEAN piyasalarındaki tüm borsaların hem ayrı ayrı performansını gösteren, hem de tüm gelişmelerin bütünlüklü bir görüntüsünü veren bir pencere olarak tasarlanmıştır. Bu platform, şirket analizleri, piyasa araştırmaları, açıklama ve yorumlar, FTSE analitikleri ve piyasa haberlerine erişim sağlamaktadır.

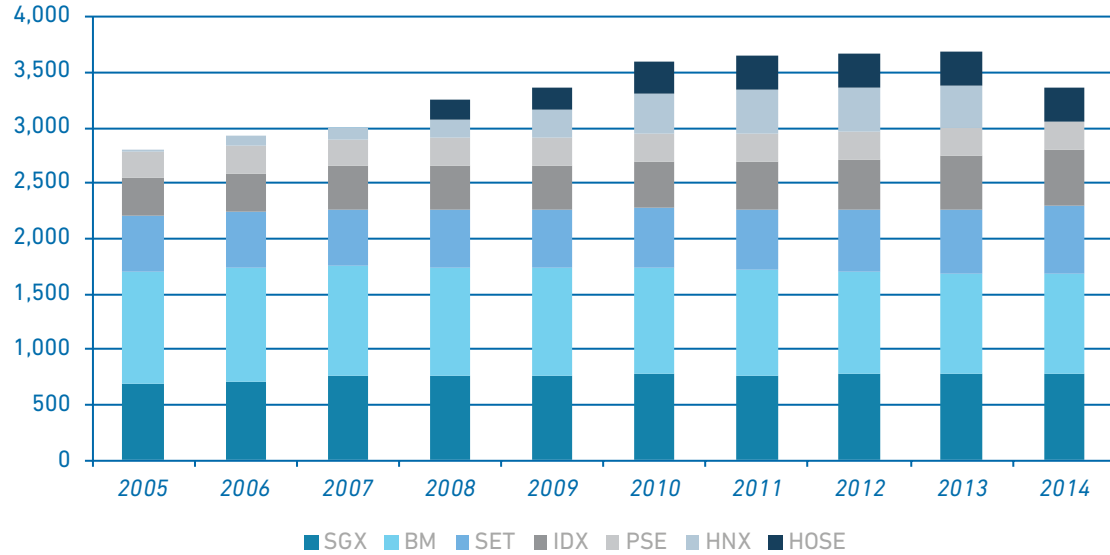
'ASEAN Borsaları' adı altında toplanan 7 borsa, yaklaşık 3.700 kote şirketten oluşmakta ve borsaların toplam piyasa değeri 2,4 trilyon \$'a ulaşmaktadır.

Tablo 4: ASEAN Borsaları Piyasa Değeri (milyar ABD\$)



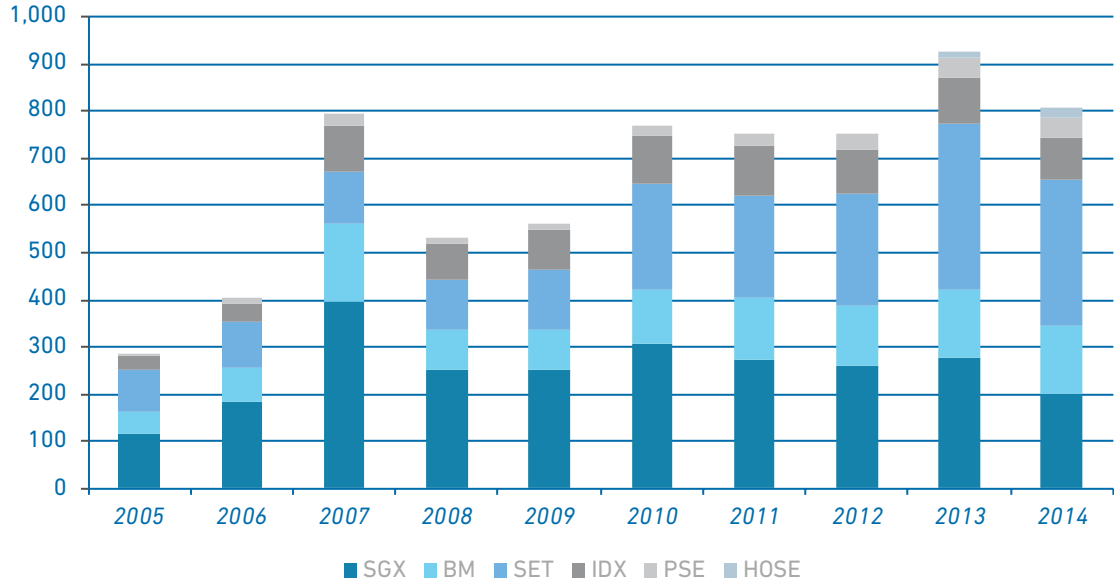
Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu, ASEAN Borsaları

Tablo 5: ASEAN Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayısı



Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu, ASEAN Borsaları

Tablo 6: ASEAN Borsalarında İşlem Hacmi (milyar ABD\$)



Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu

1. ASEAN İşlem Bağlantısı

18 Eylül 2012'de ASEAN Borsaları, yatırım şirketlerinin ve yatırımcıların borsalara katılımını kolaylaştırmak amacıyla Malezya Borsası ve Singapur Borsası'nı birbirine bağlayan 'ASEAN İşlem Bağlantısı'nı (ASEAN Trading Link) kurmuştur. Bir ay sonra bu bağlantıya Tayland Borsası da eklenmiştir. Bu üç borsa arasındaki anlaşma, 2.300 kote şirket ve oluşturduğu 1.4 trilyon \$ piyasa değeriyle tüm ASEAN piyasa değerinin %70'ini birbirine bağlamıştır.

ASEAN İşlem Bağlantısı, ASEAN içindeki sınır ötesi takas bariyerlerini kaldırmak için bir mihenk taşı olmuştur. Bu bağlantı sayesinde yatırım şirketleri, işlem yapmak istedikleri borsadan lisans almadan, yerel borsa üzerinden işlem yapabilmektedir.

Şekil 1, ASEAN İşlem Bağlantısı'nın çalışma şeklini özetlemektedir. Bağlantı, 3 ana bileşenden oluşmaktadır. 'ASEAN İçi Ağ' (Intra ASEAN Network, IAN) altyapısı; bütün borsaları 'ASEAN Bağlantı Geçiti' (ASEAN Link Gateway, ALG) noktaları aracılığıyla bir merkezde birleştirmektedir. Yerel borsa ve yatırım şirketlerine hizmet sunan ALG noktasından işlemler kabul edilmekte ve gönderilmektedir. 'Tarafsız Erişim Noktası' (Neutral Access Point, NAP) ise ASEAN dışı piyasalardan katılımcılara erişim sağlamaktadır.

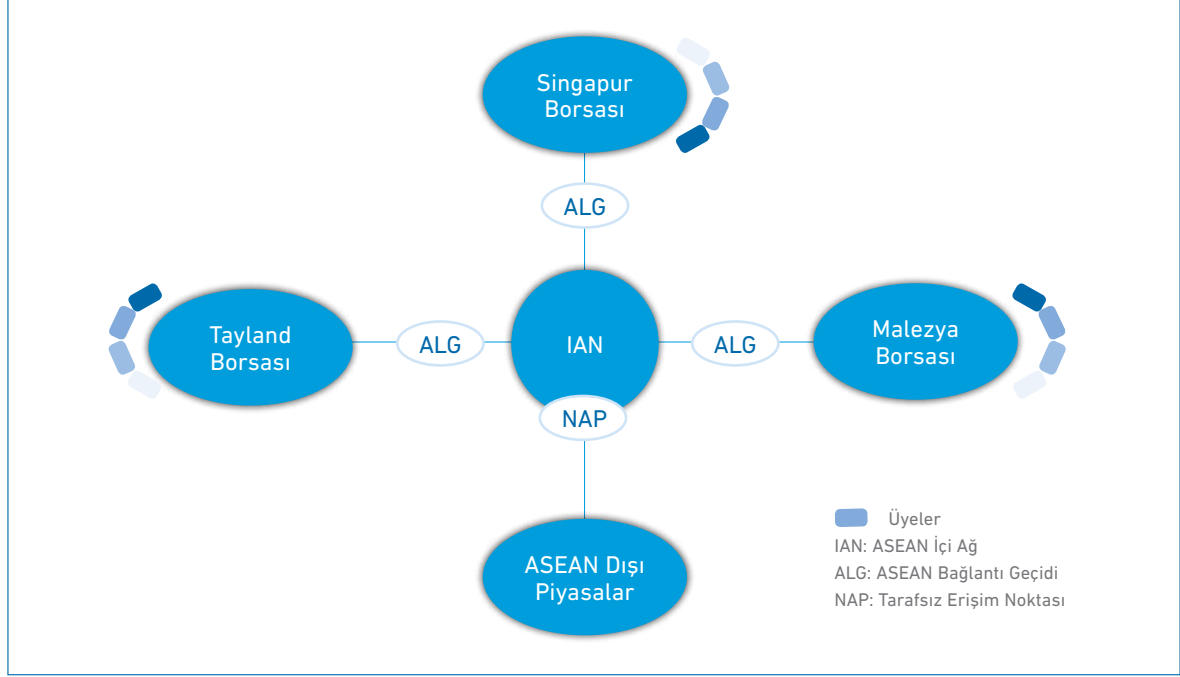
Bağlantı içindeki diğer bir ülkenin borsasında işlem yapabilmek isteyen yatırım şirketi, işlem yapılacak ülkedeki yetkili bir yatırım şirketi ile karşılıklı anlaşma yapmak zorundadır. Örneğin Malezya'daki bir yatırım şirketi Singapur borsasında bir şirketten hisse almak üzere bir emir aldığı anda, bu işlemi öncelikle Malezya Borsası'nın (BM) sunuculuğunu yaptığı ALG'ye gönderir. Bu işlem IAN aracılığıyla Singapur Borsası'nın (SGX) sunuculuğunu yaptığı ALG'ye, Singapur Borsası'ndaki anlaşmalı yatırım şirketinin müşterisi olarak yönlendirilir. İşlemin sonucu daha sonra aynı yolu takip ederek Malezya Borsası'ndaki yatırım şirketine müşterisini bilgilendirmesi için geri gönderilir. Tüm bu işlem yönlendirme süreci yatırımcının takibine açıktır ve yatırımcı işlemini yatırım şirketi aracılığıyla her zamanki gibi telefonda veya internetten yapabilir. Bu üç ülke dışından işlemler de bu kez NAP aracılığıyla olmak üzere aynı şekilde yapılmaktadır.

Takas kuralları, emrin nereden verildiği fark etmeksizin ev sahibi borsanın piyasa kuralları ve yasaları tarafından belirlenir. Ödeme ve menkul kıymet transferi anlaşmalı yatırım şirketinin sorumluluğu altındadır. Tüm işlemler yerel para biriminde gerçekleştirilir; örnekteki Malezya'daki yatırım şirketinin Malezya Ringgit'ini Singapur Dolarına çevirmesi gerekir. Yabancı menkul değerler, yabancı yatırım şirketinde bir temsilci hesabı altında saklanır.

Dünyanın birçok yerinde borsa işlemlerinin en pahalı ve en az otomatikleştirilmiş kısmı olan işlem sonrası hizmetler konusunda da ASEAN Borsaları çalışmalarını sürdürmektedir. Nisan 2014'te ASEAN İşlem Hattı, Deutsche Bank ile bir anlaşma yapmıştır. Bu anlaşma doğrultusunda, ASEAN

İşlem Hattı üzerinden gerçekleştirilen alım satımların takas ve mutabakat işlemleri Deutsche Bank tarafından yapılmaktadır.

Şekil 1: ASEAN İşlem Bağlantısı



Kaynak: ASEAN Exchanges

2. ASEAN Endeksleri

21 Eylül 2005'te ASEAN Exchanges, FTSE (Financial Times Stock Exchange) işbirliğiyle FTSE-ASEAN Index ve FTSE-ASEAN 40 Index adında iki yeni endeks yayınlamıştır. 28 Mayıs 2014'de ise bu endeksler yenilenerek beş yeni ASEAN endeksi tanıtılmıştır. FTSE'nin metodolojisine göre hazırlanan FTSE-ASEAN endeks serileri, yatırımcıların pay piyasaları trendlerini anlaması için bir kaynak oluşturmaktadır.

FTSE-ASEAN All-Share Index, bölgedeki yatırım yapılabilir piyasa değerinin %90-%95'ini temsil eden ana endekstir. Bu endeksteği hisseler belirli piyasa değeri, likidite ve halka açıklık oranı ölçütlerini sağlamak zorundadır. FTSE-

ASEAN 40 Index, ASEAN piyasasındaki en büyük 40 şirketin performansını yansıtmaktadır. İşlem görebilir olan bu endeks, yeni finansal ürünlerin yaratılmasını desteklemek için tasarlanmış olup ve borsa yatırım fonları (BYF), türev ve diğer ürünlere dayanak olmak için uygundur.

ASEAN Borsaları'nın bir diğer girişimi olan ASEAN Stars her altı ülkenin borsasından 30'ar tane olmak üzere, piyasa değeri ve likiditelerine göre seçilmiş toplam 180 büyük hisseden oluşmaktadır. FTSE-ASEAN All-Share Ex-Developed Index, Singapur Borsası dışındaki altı borsanın büyük, orta ve küçük değerli şirketlerini temsil etmektedir. Son olarak FTSE-ASEAN Sector Indices, sektörel sınıflandırmayı referans olarak hesaplanmaktadır.

FTSE-ASEAN 40 endeksini takip eden iki adet BYF vardır. Bunlardan Global X FTSE-ASEAN 40 BYF, Şubat 2011'de New York Stock Exchange (NYSE)'ye kote olmuştur ve NYSE'de işlem gören ilk Asya merkezli yatırım ürünüdür. CIMB FTSE-ASEAN 40 BYF ise Singapur, Malezya,

Endonezya, Tayland ve Filipinler'de işlem gören en büyük 40 hisseyi temsil etmektedir.

3. ASEAN Invest

ASEAN Borsaları altındaki üç girişimden sonuncusu olan ASEAN Invest ise, yerli ve yabancı yatırımcıları ASEAN borsaları hakkında bilgilendirmek, kote şirketler üzerindeki farkındalığı artırmak ve böylece ASEAN'a olan ilgiyi artırmak için yapılan bir girişimdir.

ASEAN borsalarının entegrasyon girişimlerinden önce yatırım şirketleri, işlem yapmak istedikleri borsadaki yatırım şirketleriyle bire bir bağlantı kurup, bağlantı için gereken teknolojinin tüm masraflarını karşılamak zorundaydı. Bu işlem hattı ile yatırım şirketleri müşterilerine, bağlantının bir parçası olan tüm borsalara erişim sunabilmektedir.

Bu şekilde hem yatırım şirketleri hem yatırımcıların büyük oranda tasarruf sağlaması beklenmektedir.

ASEAN Borsası, bölgedeki yatırımcıların daha geniş bir ürün yelpazesine erişimini kolaylaştırarak yatırım alternatiflerini artırmaktadır. Ek olarak yatırımcılara, FTSE ve Thomson Reuters işbirliğiyle ASEAN piyasası verisini ve analitiklerini, bütün ve kapsamlı bir şekilde sunmaktadır. Buna karşın yatırımcılar, farklı alım-satım uygulamaları, döviz ve piyasa riski gibi yabancı piyasalarda işlem yapmanın riskleri konusunda dikkatli davranmalıdır.

C. Yatırım Fonları

Asya-Pasifik bölgesinde, 2013 yılına kadar yatırım fonlarının sınır ötesi alım-satımı konusunda kayda değer bir gelişme olmamıştı. Sadece Hong-Kong, Singapur ve Tayland'da, UCITS⁴ uyumlu bazı offshore fonların satımını yapılabilmekteydi. Son birkaç yılda bölgede üretilen yatırım fonlarının çok sayıda ülkede satılabilmesi üzerine çalışmalar sürmekteydi. 2013 yılında hükümetler ve fon endüstrisi, üç ayrı 'fon pasaportu' seçeneği için girişimde bulunarak, bu konuda büyük bir adım atmıştır.

İlk olarak 23 Ocak 2013'te, Hong Kong Menkul Değerler ve Vadeli İşlemler Komisyonu (Hong Kong Securities and Futures Commission, SFC); Çin Menkul Değerler Düzenleme Komisyonu (China Securities Regulatory Commission, CSRS) ile birlikte, Hong Kong veya Çin'de yetki verilmiş yatırım fonlarının, birbirlerinde satılmasına izin veren bir karşılıklı tanıma anlaşması yürürlüğe koyduklarını bildirmiştir. Daha sonra 24 Eylül 2013'te Avustralya, Güney Kore, Singapur, Yeni Zelanda, Filipinler ve Endonezya maliye bakanları, APEC toplantısında, 'APEC Asya Bölgesi Fon Pasaportu'nun (Asia Region Funds

Passport, ARFP) kurulması önerisinde bulunmuştur. Fakat bu iki büyük girişim de henüz yürürlüğe konmamıştır.

2 Ekim 2013 tarihli ACMF toplantısında, ASEAN çatısı altında Singapur, Malezya ve Tayland, kolektif yatırım ürünlerinin (collective investment scheme, CIS) ülke-lerinde sınır ötesi arzı konusunda mutabakata varmıştır. ASEAN ülkelerinin 2015 AEC hedeflerinin sermaye piyasaları ayağı doğrultusunda uzun zamandır tartışıyor olduğu sınır ötesi arz planı, 25 Ağustos 2014'de ASEAN yatırım fonu (ASEAN collective investment scheme, ASEAN CIS) adı altında, Tayland, Malezya ve Singapur düzenleyici otoriteleri yönetiminde yürürlüğe koyulmuştur. Bu sayede herhangi üç ülkeden birindeki fon yöneticilerinin, gruptaki diğer ülkelerin bireysel yatırımcılarına fon satabilmelerinin önü açılmıştır.

Herhangi bir yatırım fonunun ASEAN CIS olarak değerlendirilebilmesi için bir takım ortak standartlara bağlı kalması gerekmektedir. Değerlendirme sürecinde ev sahibi ülke düzenleyici otoritesi 'CIS Yeterlilik Standartları'nda belir-

⁴UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - Transfer Edilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşu), Avrupa Birliği'nin belirlediği kolektif yatırım kuruluşlarının işleyişine dair koşulları taşıyan fonlara verilen addır. UCITS'ler, elde ettikleri "pasaport" ile tüm AB üye ülkeleri içerisinde yatırımcılara sunulabilmektedir. Detaylı bilgi için Gündem dergisi Kasım 2006 Sayı 51'e bakabilirsiniz.

tilen fon yöneticisinin nitelikleri ve ürün sınırlamaları gibi ölçütleri göz önünde bulunduracaktır.

Örneğin, portföy yönetim şirketinin kendi ülkesindeki düzenleyici otorite tarafından yetkilendirilmiş ve kayıt edilmiş olması, en az beş yıldır faaliyette olması ve en az 1 milyon \$ değerinde öz sermaye ve 500 milyon \$ değerinde yönetilen varlık sahibi olması gerekmektedir. Ayrıca şirketin genel müdürünün finans ve sermaye piyasaları alanında en az 10 yıl, yönetim kurulu üyelerinin de en az 5 yıl tecrübe sahibi olması beklenmektedir. Bunun yanı sıra, söz konusu fonu oluşturan yatırımlar sadece menkul değerler, para piyasası ürünleri, mevduat, diğer fon payları ve finansal türevlerden oluşabilecektir.

Bu özellikleri sağlayan fonların ASEAN CIS olarak kabul edilmesi de iki aşamadan oluşmaktadır. Önce fonun kuru-

luş ülkesi, sonra da fona ev sahipliği yapacak ülkenin onayıyla portföy yönetim şirketinin fonu arz etmeyi planladığı ülkedeki düzenleyici otoriteye başvuru yapması gerekmektedir. Malezya, Singapur ve Tayland'ın hazırladığı kapsamlı el kitapları da, kabul gören fonların vergilendirilmesi ve varlıklarının saklama düzenlemeleri gibi birçok operasyonel konuda rehberlik yapmaktadır.

Bu ortak yatırım planı, bireysel yatırımcılara daha geniş yatırım ve ürün yelpazesi, özel sektöre ise daha fazla iş fırsatı sunabilecektir. Ayrıca, hem yatırımcıların hem özel sektörün ölçek ekonomisinden faydalanmasını sağlayacak ve işlem masraflarını azaltacaktır. Bu sayede dünyanın en yüksek tasarruf oranlarına sahip olan Asya'nın, tasarruflarının yurt dışı yatırımlara yönelmesini engelleyip bölgesel yatırıma çevirerek bölgenin kalkınmasına büyük ölçüde katkıda bulunması beklenmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Ekonomik teori, sermaye akışkanlığının, uluslararası finansal kaynakların en verimli şekilde dağılımını sağladığını ileri sürer. Yatırımın yurt içi kaynaklarla sınırlı kalmaması, daha çeşitli yatırımcı portföyleri oluşturarak volatilitiyi azaltır ve istikrarı sağlar. Bunun yanı sıra sermaye akışındaki engellerin kaldırılması, yatırımların sermaye bolluğu yaşanan ülkelere kaymasını sağlar ve bu ülkelerdeki büyümeyi artırır. ASEAN entegrasyonu da bu şekilde, tasarrufların en çok ihtiyaç duyulan bölgelerdeki kalkınma finansmanına yönleneceğini öngörmektedir.

Asya krizi, Nobel ödüllü ekonomist Robert Shiller'in de dediği gibi, ardından alınan önlemlerle sermaye ve finans piyasalarını güçlendirerek, bölgenin büyüme potansiyelini artırmış ve gelecekte oluşabilecek daha büyük bir krizin etkilerini azaltmıştır. Fakat bölgedeki ticaret bağlantıları ve tedarik zinciri ağlarına kıyasla, finansal piyasalardaki entegrasyon yine de yetersiz kalmıştır. Ülkeler arası ekonomik gelişmişlik farkları ile, sosyal ve kültürel farklar göz önüne alındığında bu anlaşılabilir olsa da, ölçek ekonomisinden faydalana-bilmek için uyum çalışmalarının artırılmasına ihtiyaç

duyulmaktadır. Fakat bu süreç, detaylı müzakereler ve uzun diplomatik çabalar gerektirmekte ve Avrupa Komisyonu gibi bir milletler üstü yapının eksikliği, ortak kural ve düzenlemelerin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Asya Tahvil Piyasası Forumu (ASEAN Bond Market Forum, ABMF), bu şekilde bir kurumlaştırmanın ilk adımıdır.

ASEAN ailesindeki yedi borsanın toplam 2,4 trilyon \$'a yaklaşan piyasa değerine sahip olması, pay piyasaları entegrasyonunun önemini en iyi şekilde vurgulamaktadır. ASEAN İşlem Bağlantısı tüm bu yedi borsayı kapsar duruma geldiğinde, piyasa değeri bakımından dünyanın en büyük 10 borsası arasına girecektir. Fakat hali hazırda 3 borsanın ön koşulları tamamlayabildiği düşünüldüğünde, entegrasyonun bu boyuta ulaşabilmesi için uzun süreli çalışmalar gerektiği anlaşılmaktadır.

ASEAN İşlem Bağlantısı'nda, işlem sonrası hizmetlerle ilişkin problemler henüz çözülmemiş durumdadır. Piyasaların görece az gelişmiş olduğu ve çok sayıda para biriminin bulunduğu bu sistemdeki mutabakat sorunlarının çözümü, dünyadaki diğer entegrasyon

süreindeki borsalara göre daha zordur. Arka planda, yabancı varlıkların vergilendirilmesinin nasıl sağlanacağı gibi konular hala tartışma konusudur.

Singapur, Malezya ve Tayland'da yürürlüğü konulan yatırım fonlarının sınır ötesi arz planı önemli bir adım olsa da, AB'deki UCITS çerçevesinin bugünkü aşamaya gelebilmesinin 25 yıl sürdüğünü düşünürsek, çok daha çeşitli düzenlemeler içeren Asya ülkeleri için sürecin oturması daha uzun bir zaman alacaktır. Ayrıca UCITS örneğinde, ortak para birimi olarak Euro'nun kabul edilişi sınır ötesi işlemleri teşvik etmiştir. Fakat Asya'da yüksek volatiliteye sahip çeşitli para birimlerinin bulunması para birimi riskini artırmaktadır ve sınır ötesi işlemleri daha az cazip hale getirmektedir. Bunun yanı sıra, yerel şirketlerin entegrasyon sonucu zarar görebileceği konusundaki endişeler, fon pasaportu karşısı lobilerin kurulmasına yol açmaktadır. Bu uyum sürecinin, hükümetler tarafından kısıtlayıcı düzenlemelerin kaldırılarak desteklenmesi ve özel sektör tarafından da yenilik ve gelişme konusunda teşvik edici bir fırsat olarak görülmesi gerekmektedir.

Birliğin heterojen bir yapıya sahip olması, entegrasyon adımlarını zorlaştırmaktadır. Sosyo-ekonomik ve politik gelişme bakımından farklı uçlarda bulunan Singapur ve Myanmar gibi ülkeleri barındıran ASEAN'ın sermaye piyasası düzenleyicileri çok farklı özellikler göstermektedir. Uyum süreci için öncelikle az gelişmiş ülkelerdeki yetersiz hukuksal çerçeve, düşük muhasebe ve denetim standartları, zayıf şeffaflık ve kurumsal yönetim sorunlarının öncelikli olarak çözülmesi gerekmektedir.

ASEAN ülkelerindeki ürün yelpazeleri değişiklik göstermekte; piyasa altyapısının yanı sıra, birlikteki piyasaların sermaye kontrolleri, takas sınırlamaları ve vergi rejimi gibi konulardaki kural ve düzenlemeleri de çeşitlilik sergilemektedir. Ülkelerin her birinde yabancı yatırımcıların erişimini, mülkiyet kurallarını, düzenleyici çerçeveyi, kurumsal yatırımcıları ve kurumsal yatırımcılar üzerindeki portföy sınırlamalarını belirleyen düzenlemeler farklıdır. Fakat ASEAN üyeleri uluslar üstü bir sermaye piyasası düzenleyicisi gerekliliğini sorgulamakta, bunun yerine karşılıklı tanıma ve uyum sürecini tercih etmektedirler.

ASEAN sermaye piyasalarının uyumunun sağlayacağı faydalar, kısaca şu şekilde özetlenebilir:

Ülke bazında: Sınır ötesi yatırımlarla, tasarrufların en verimli şekilde yatırıma dönüşmesini sağlayarak ülkelerin büyümesine katkıda bulunmak, düzenlemelerin uluslararası standartlara erişmesini sağlayarak üye ülke sermaye piyasalarının her birinin gelişmesine katkıda bulunmak

Şirket bazında: Şirketlere daha geniş finansman imkânları sağlamak, standardize edilmiş işlemler sayesinde idari yükü ve işlem maliyetini azaltmak

Yatırımcı bazında: Yatırımcılar için daha geniş yatırım fırsatları sağlamak, rekabetin artması ve maliyetlerin düşmesi sayesinde finansal hizmetlerin ücretlerini azaltmak

Aracı kurum bazında: Aracı kurumların ölçek ekonomisinden yararlanmasını sağlamak, yatırımcıları ASEAN'a çekerek işlem hacmini artırmak

ASEAN'ın, coğrafi yakınlık avantajı, büyük diyalog ortakları ve APEC gibi sadece fikir üretme amaçlı değil, aksiyona yönelik bir birlik olması faaliyetlerini hızlandırmaktadır. Daha önce bahsettiğimiz gibi 2012'de yayınlanan AEC ilerleme raporuna göre ASEAN, 2008-2011 arası hedeflerinin %68'ini başarıyla gerçekleştirmiştir. Fakat bu ilerleme raporundaki hedeflerin de eşit büyüklükte ve zorlukta olmadığı dikkate alınmalı, sonuçlara tedbirli yaklaşılmalıdır.

Birçok bilirkşi AEC uygulama planının 2015 hedeflerini gerçek dışı bulsa ve entegrasyon sonucu sermayenin doğru yönde hareket edeceğinden şüphe etse de, bu süreçte atılacak adımların uzun vadede önemli faydaları olması beklenmektedir. Daha önce yabancı yatırımların Asya'daki merkezi olan Çin ve Hindistan'ın gölgesinde kalan ASEAN ülkelerinin piyasalardaki görünürlüğü artacaktır. Entegrasyon amacıyla yapılan yoğun altyapı ve eğitim çalışmaları, uzun vadede ulusal piyasaların gelişmesine önemli katkılarda bulunacaktır.

Kaynakça

ASEAN Economic Community Blueprint. Jakarta: ASEAN Secretariat, Ocak 2008.

ASEAN Exchanges Launch of ASEAN Trading Link Media Fact Sheet. Eylül 2012.
http://www.aseanexchanges.org/downloads/AE_Trading_Link_Media_Fact_Sheet.pdf

ASEAN Exchanges Asean Trading Link FAQs. Eylül 2012.
http://www.aseanexchanges.org/downloads/AE_Trading_Link_FAQs_for_Website.pdf

ASEAN Finance Ministers Meeting (AFMM). Aralık, 2014.
<http://www.asean.org/communities/asean-economic-community/category/asean-finance-ministers-meeting-afmm>

Dalla I. and D. Khatkhate. The Emerging East Asian Bond Market. Finance and Development, IMF, 1996.

Das B., P. Thao and R. James. APEC and ASEAN Connectivity: Areas of Mutual Interest and Prospects of Cooperation. ISEAS Perspective, 2013

FTSE ASEAN Index Series FAQs.
<http://www.ftse.com/products/downloads/ASEAN-FAQs.pdf>

Funds Passporting in the Asia Pacific Region. Citi Securities and Fund Services, 2013.

Groff S. ASEAN's Infrastructure Crisis. The Wall Street Journal Asia, 2014.

Lim A. Funds Passporting in Asia has Arrived. Dechert LLP, Eylül 2014.

Phuwanatnaranubala T. Implementation Plan for ASEAN Capital Markets Integration, 2nd OECD Southeast Asia Regional Forum, Bangkok, 2009.

Plummer M. and R. Click. Bond Market Development and Integration in Asia. International Journal of Finance and Economics, 2005.

Press Releases. Asean Exchanges Media Centre. Nisan 2011 – Ağustos 2014.

Singh R. ASEAN Capital Market Integration Issues and Challenges. LSE Research Online, 2013.

The ASEAN Charter. Jakarta: ASEAN Secretariat, Ocak 2008.

The ASEAN Trading Link Explained. Asia Etrader Magazine, Issue 3, 2012.

The Implementation Plan. ASEAN Capital Markets Forum (ACMF), ASEAN Finance Ministers Meeting (AFMM) 2009.

Thinking Globally, Prospering Regionally - ASEAN Economic Community 2015. Jakarta: ASEAN Secretariat, Nisan 2014.

Understanding the ASEAN Collective Investment Scheme. Bangkok Post, Corporate Counsellor Column. Ekim 2014.

ISSN 2148464-3



9 772148 464006

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

