

GÖSTERGE

BAHAR 2016

ARACI KURUMLARIN 2015 YILI VERİLERİ
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN 2015 YILI VERİLERİ
YEREL YÖNETİMLERİN BORÇLANMA ARAÇLARI
ELEKTRONİK PARA VE BLOK ZİNCİRİ TEKNOLOJİSİ
FİNANSAL GİZLİLİK
PORTFÖY YÖNETİMİNDE YENİ BİR DÖNEM: OTOMATİK DANIŞMANLIK



TSPB

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Tasarım ve Basım

Printcenter

Yayın Türü

Yaygın, süreli

ISSN 2148464-3



Bu yayınıma 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 istatistikî 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 2015 YILI VERİLERİ	4
<i>Deniz Bayram / Mustafa Özer</i>	
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN 2015 YILI VERİLERİ	34
<i>Onur Salttürk</i>	
YEREL YÖNETİMLERİN BORÇLANMA ARAÇLARI	48
<i>Mustafa Özer</i>	
ELEKTRONİK PARA VE BLOK ZİNCİRİ TEKNOLOJİSİ	66
<i>Mustafa Özer</i>	
FİNANSAL GİZLİLİK	78
<i>Onur Salttürk</i>	
PORTFÖY YÖNETİMİNDE YENİ BİR DÖNEM: OTOMATİK DANIŞMANLIK	96
<i>Deniz Bayram</i>	



4-33 ARACI KURUMLARIN 2015 YILI VERİLERİ

Pay Senetleri, 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, Bilanço Analizi, Gelir Tablosu Analizi

34-47 PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN 2015 YILI VERİLERİ

Portföy Yönetim Faaliyetleri, Çalışan Profili, Finansal Veriler

48-64 YEREL YÖNETİMLERİN BORÇLANMA ARAÇLARI

Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, İspanya, Kuzey Avrupa, Kuzey Avrupa Modelinin Diğer Avrupa Uygulamaları

66-77 ELEKTRONİK PARA VE BLOK ZİNCİRİ TEKNOLOJİSİ

Elektronik Para ve Para Birimleri, Blok Zinciri Teknolojisi ve Elektronik Para Birimleri, Sermaye Piyasasında Blok Zinciri Uygulamaları,

78-95 FİNANSAL GİZLİLİK

Genel Bilgiler, Finansal Gizliliğin Yaygın Olduğu Ülkeler, Finansal Gizlilik ve Uluslararası Kuruluşlar

96-117 PORTFÖY YÖNETİMİNDE YENİ BİR DÖNEM: OTOMATİK DANIŞMANLIK

Otomatik Danışmanlık Nedir? ABD' de Otomatik Danışmanlık, Diğer Ülkelerde Otomatik Danışmanlık, Örnek Otomatik Danışman Varlık Dağıtım Yöntemi, Otomatik Danışmanlar ile İlgili Çekinceler

ARACI KURUMLARIN 2015 YILI SEKTÖR ANALİZİ

2015 yılında aracı kurumların pay piyasası işlem hacmi geçen yılın aynı dönemine göre %17 oranında artarak 2 trilyon TL'ye yükselmiştir. Kaldıraçlı işlem hacmi ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %121 artarak 17 trilyon TL'ye ulaşmıştır.

2015 yılında aracı kurumların toplam varlıkları 15,3 milyar TL'ye, özkaynakları da 4 milyar TL'ye çıkmıştır. Aracı kurumların toplam gelirleri, ağırlıklı olarak kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerin etkisiyle 2014 yılına kıyasla %26 artarak 2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Gelirlerin giderlerden daha hızlı artmasıyla sektörün net dönem kârı %16 artarak 433 milyon TL'ye yükselmiştir.



Deniz Bayram
dbayram@tspb.org.tr

Mustafa Özer
mozer@tspb.org.tr



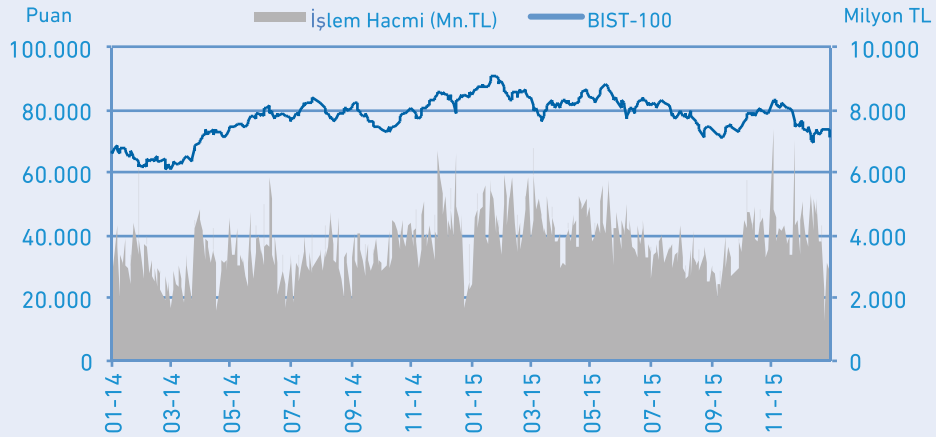
Bu çalışmamızda, Birliğimizin aracı kurumlardan topladığı 2015 yılına ilişkin faaliyet ve finansal verileri, önceki yıl ile karşılaştırılarak analiz edilecektir. Raporda, 2014 yılı için 85 aracı kurumun verisi değerlendirilirken, 2015 yılı için analize konu olan aracı kurum sayısı 75'tir.

PAY SENETLERİ

2015 yılına düşük petrol fiyatları ve bol küresel likidite ile güçlü başlayan pay piyasası, devam eden aylarda küresel belirsizliklerin artması ile dalgalı bir seyir izlemiştir. ABD Merkez Bankası'nın faiz arttırma yönündeki beklentileri, yükselen döviz kurları ve 2015 yılı ortasında Çin pay piyasasında yaşanan hızlı düşüş ile gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye çıkışları Türkiye'yi de etkilemiştir. Yurtiçinde ise genel seçimin yeniden seçim ile sonuçlanması

sonucu üçüncü çeyrekte yabancı yatırımcılar satış ağırlıklı işlemler gerçekleştirmiştir. Seçimlerin ardından ekonomi yönetimindeki belirsizlikler giderilse de yurtiçinde artan terör olaylarının etkisiyle düşüş trendinde olan endeks FED'in faiz arttırma kararını takip eden günlerde yılın en düşük seviyesi olan 69.190'ı görmüş ve 2014 yılına kıyasla %16'lık düşüşle yılı 71.727 puandan kapatmıştır.

Aracı Kurumların Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BİST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

Pay endeksi, düşük petrol fiyatları ve bol likidite ile yıla yükselişe başlamış olsa da yurtiçinde artan terör saldırıları, yükselen döviz kurları ve seçim sürecinden dolayı oluşan belirsizlik pay piyasasını olumsuz etkilemiş ve BİST 100 endeksi 2014 yılına kıyasla %16'lık düşüşle yılı 71.727 puandan kapatmıştır.

Aracı Kurumların Pay Senedi İşlem Hacmi			
	2014	2015	Değişim
Milyar TL	1,734.2	2,031.6	17.1%
Milyar \$	792.9	755.9	-4.7%

Kaynak: Borsa İstanbul

2015 yılında, aracı kurumların pay senetlerindeki işlem hacmi bir önceki yıla göre %17 artarak 2 trilyon TL'ye çıkmıştır. Öte yandan Amerikan dolarının Türk lirası karşısında değer kazanması ile birlikte işlem hacmi dolar bazında %5 azalmıştır.

2015 yılında pay piyasasında 79 aracı kurum işlem yapmıştır. Aracı kurumların işlem hacmi yoğunlaşması incelendiğinde, pay senedi işlemlerinin %54'ünü en yüksek işlem hacmine sahip 10 aracı kurumun yaptığı görülmektedir. En yüksek işlem hacmine sahip ikinci 10 aracı kurum, toplam işlem hacminin %21'ini, geri kalan 59 aracı kurum ise %26'sını gerçekleştirmiştir. Bir önceki yıl ile kıyaslandığında, ilk grubun payının 4 puan arttığı, son grubun payının ise 3 puan azaldığı, diğer bir deyişle yoğunlaşmanın arttığı gözlenmiştir.

Pay senedi işlem hacminin yatırımcı bazında dağılımına bakıldığında, yurtdışı yatırımcıların payının, finansal kurumları içeren yabancı kurumlardan kaynaklı olarak yaklaşık 2 puan arttığı görülmektedir.

2015 yılında yurtiçi yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı 2014 yılına oranla 2 puan gerileyerek %78 olmuştur.

Pay Senedi İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	53.5%	53.5%
11-20	21.0%	74.5%
21-79	25.5%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Gerileme yurtiçi kurumlardan kaynaklanmaktadır. Yurtiçi yatırımcı kırılımında bireysel yatırımcıların payı yüksek olup, işlemlerin %60'ını bireyler yapmaktadır.

Departman bazındaki dağılım, işlemlerin aracı kurum bünyesinde hangi bölüm aracılığıyla yapıldığını göstermek-

Yatırımcı Bazında Pay Senedi İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Yatırımcı	79.6%	78.2%
Bireysel	59.6%	59.8%
Kurumlar	17.2%	15.6%
Kurumsal	2.8%	2.8%
Yurtdışı Yatırımcı	20.4%	21.9%
Bireysel	0.2%	0.2%
Kurumlar	16.4%	18.5%
Kurumsal	3.8%	3.1%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

tedir. Son yıllarda internet kanalı hâkim payını korumuştur. İleride de değinileceği üzere şube sayısındaki artışa paralel olarak şube kanalı payını 4 puan arttırıp %13'e çıkarırken, acentelerin payında gerileme söz konusudur. Bununla beraber merkez dışı birimlerin payı %30 ile 2014 yılına göre değişmemiştir. Yurtiçi satış departmanı payında ise düşüş görülmektedir.

Departman Bazında Pay Senedi İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Satış	19.2%	16.5%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	29.6%	30.1%
Şube	9.1%	13.2%
Acente	16.9%	13.4%
İrtibat Bürosu	3.5%	3.5%
İnternet	23.7%	24.6%
Çağrı Merkezi	0.4%	0.3%
Yatırım Fonları	0.3%	0.3%
Portföy Yönetimi	0.1%	0.3%
Kurum Portföyü	6.7%	6.2%
Yurtdışı Satış	20.0%	21.6%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (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 - ters repo işlemlerini kapsamaktadır. Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemler toplama dâhil edilmemiştir.

yapılmıştır. Aynı dönemde, 57 aracı kurumun faaliyet gösterdiği sabit getirili menkul kıymet kesin alım satım piyasasındaki işlemlerin %90'lık kısmı ilk 10 kurum tarafından yapılmıştır.

Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi (Milyar TL)					
	Hacim			Pay	
	2014	2015	Değişim	2014	2015
Kesin Alım-Satım	1,257.3	1,059.4	-15.7%	100.0%	100.0%
Banka	1,140.7	942.3	-17.4%	90.7%	90.1%
Aracı Kurum	116.6	117.0	0.3%	9.3%	9.9%
Repo-Ters Repo	14,625.5	16,314.6	11.5%	100.0%	100.0%
Banka	13,228.9	14,700.1	11.1%	90.5%	89.3%
Aracı Kurum	1,396.5	1,614.4	15.6%	9.5%	10.7%

Kaynak: Borsa İstanbul

SGMK piyasasında hâkim oyuncu bankalar olup, aracı kurumların bu piyasadaki payları genel olarak %10 seviyelerinde kalmaktadır. Toplam kesin alım-satım işlem hacmi 2015 yılı için 1 trilyon TL olmuş, bu işlemlerde bankaların hacmi azalmış, aracı kurumların işlem hacmi ise değişmemiştir. Kesin alım-satım işlemlerindeki azalışın aksine, repo-ters repo işlemleri %12 artarak 16 trilyon TL olmuş, bu işlem hacminin %90'lık kısmını bankalar gerçekleştirmiştir. Aracı kurumların repo işlemlerindeki artış %16 ile daha yüksek olmuş, böylece aracı kurumlar toplamdaki paylarını 1 puan artırarak %11'e çıkarmıştır.

Takip eden tablolarda, yalnızca aracı kurumların SGMK işlem hacimleri incelenmiş olup, bankaların verileri hariç tutulmuştur. SGMK piyasasında işlem yapan aracı kurumların işlem hacmi dağılımında yüksek bir yoğunlaşma olduğu dikkat çekmektedir. 2015 yılında kesin alım-satım işlem hacminin %64'ü banka kökenli üç aracı kurum tarafından

Kesin alım-satım piyasasına benzer şekilde, repo ve ters repo işlemlerinde de ilk 10 aracı kurum, aracı kurumların piyasa payının önemli kısmını oluşturmaktadır. Bu piyasada toplam işlem hacminin %67'lik bölümünü sadece 5 aracı kurum tarafından yapılırken, ilk 10 aracı kurum, toplam hacmin %89'unu oluşturmaktadır.

Yatırımcı bazında işlem hacmi dağılımı incelendiğinde, aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen hem kesin alım-satım hem de repo işlemlerinin tamamına yakınının yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülmektedir. Yurtiçi yatırımcılar içinde en yüksek pay kurumsal müşterilere aittir. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların payı %80 civarındadır.

Aracı kurumlarca yapılan repo-ters repo işlemlerinde yerli bireysel yatırımcılar %9 paya sahipken, kesin alım-satım işlemlerinde payları %2'dir.

Aracı Kurumların Kesin Alım-Satım İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	90.1%	90.1%
11-20	8.7%	98.8%
21-57	1.2%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı Kurumların Repo-Ters Repo İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	89.2%	89.2%
11-20	8.1%	97.3%
21-41	2.7%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında SGMK İşlem Hacmi Dağılımı				
	Kesin Alım - Satım		Repo - Ters Repo	
	2014	2015	2014	2015
Yurtiçi Yatırımcı	97.6%	99.0%	99.2%	99.2%
Birey	1.2%	1.9%	8.8%	8.7%
Kurum	16.2%	16.5%	8.8%	10.5%
Kurumsal	80.2%	80.6%	81.5%	80.0%
Yurtdışı Yatırımcı	2.4%	1.0%	0.8%	0.8%
Birey	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
Kurum	2.2%	0.8%	0.7%	0.7%
Kurumsal	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Departman bazında incelendiğinde kesin alım-satım işlemlerinin ağırlıklı kısmının yurtiçi satış bölümü tarafından gerçekleştirildiği ancak bu payın gerilediği ve başta şubeler olmak üzere merkez dışı birimlerin işlem hacmi payının arttığı görülmektedir. Aracı kurumların yatırım fonlarını yıl içinde portföy yönetim şirketlerine devriyle birlikte SGMK işlem hacimlerinde yatırım fonlarının payı gerilemiştir.

Kesin alım-satım işlemlerinde olduğu gibi repo işlemleri de ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanı aracılığıyla

yapılmaktadır. Merkez dışı birimlerin payında 2015 yılında 2 puan artış gerçekleşmiştir. Bu artış bir aracı kurumun SGMK işlemlerini yurtiçi satıştan merkez dışı birimlere yönlendirmesinden kaynaklanmıştır. Düzenleme gereği aracı kurumların fonlarını portföy yönetim şirketlerine devirleri 2015 sonu itibarıyla tamamlanmıştır. Buna paralel olarak repo ve ters-repo işlemlerinde de yatırım fonlarının payı azalmıştır.

Aracı Kurumların Departman Bazında SGMK İşlem Hacmi Dağılımı				
	Kesin Alım - Satım		Repo - Ters Repo	
	2014	2015	2014	2015
Yurtiçi Satış	71.5%	70.8%	67.5%	72.1%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	6.7%	10.8%	9.1%	10.6%
Şube	2.4%	5.6%	6.7%	8.9%
Acente	4.2%	4.6%	2.1%	1.4%
İrtibat Bürosu	0.1%	0.6%	0.3%	0.3%
İnternet	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Yatırım Fonları	6.8%	4.5%	15.1%	10.0%
Portföy Yönetimi	2.6%	1.0%	0.1%	0.1%
Kurum Portföyü	12.1%	12.6%	7.5%	6.5%
Yurtdışı Satış	0.3%	0.2%	0.8%	0.7%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

VADELİ İŞLEMLER

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP), banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir. Vadeli işlemlerin toplam hacmi 2015 yılında %31'lik bir artışla 1,1 trilyon TL olmuştur.

Departman bazında dağılım incelendiğinde, pek çok finansal üründe olduğu gibi vadeli işlemlerde yatırımcıların en fazla tercih ettiği kanalın %33 pay ile internet olduğu görülmektedir. Merkez dışı örgütlerin payı ise şubelerdeki artışla 4 puan artarak %29'a çıkmıştır.

Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (Milyar TL)					
	Hacim			Pay	
	2014	2015	Değişim	2014	2015
Aracı Kurum	864.5	1,131.2	30.9%	99.5%	99.7%
Banka	4.7	3.7	-21.3%	0.5%	0.3%
Toplam	869.2	1,134.9	30.6%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumlar vadeli işlemlerin neredeyse tamamını oluşturmaktadır. 2015 yılında 72 aracı kurum 1,1 trilyon TL'lik hacim yaparken, toplamdaki pazar payları ise %99 olarak hesaplanmıştır. Aracı kurumların neredeyse vadeli işlemler pazarının tamamına sahip olmasının nedeni, bankaların işlemlerin en fazla yapıldığı ürün olan pay senedi endeksine dayalı kontratlarda işlem yapamıyor olmasıdır.

Aracı Kurumların Vadeli İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	62.3%	62.3%
11-20	18.9%	81.2%
21-72	18.8%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Vadeli işlemlerinde ilk 10 aracı kurum, işlem hacmi payının %62'sine sahipken ilk yirmi kurum toplam vadeli işlem hacminin %81'ini oluşturmaktadır.

Aracı kurumlar, vadeli işlemlerinin büyük bir kısmını önceki dönemlerde olduğu gibi yurtiçi yatırımcılarla gerçekleştirmiştir. Pay senetlerinde olduğu gibi işlemlerin önemli kısmı, paylarında ufak bir düşüş olsa da, bireylerce yapılmaktadır. Öte yandan, yabancı yatırımcıların 2015 yılındaki payı yurtdışı kurumların etkisiyle %25'ten %28'e çıkmıştır.

2015 yılında vadeli işlemlerin %25'i yurtdışı pazarlama departmanınca yapılmıştır. Yatırımcı bazındaki dağılımda yabancı yatırımcıların payı ise %28'dir. Aradaki fark bazı aracı kurumların yurtdışı müşterileri ile işlemlerini yurtiçi satış departmanından ve internet kanalından gerçekleştirmesinden kaynaklanmaktadır.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Yatırımcı	75.5%	71.7%
Birey	63.7%	61.6%
Kurum	8.0%	4.9%
Kurumsal	3.8%	5.1%
Yurtdışı Yatırımcı	24.5%	28.3%
Birey	0.4%	0.7%
Kurum	19.8%	23.9%
Kurumsal	4.3%	3.8%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Opsiyonlarda 2015 yılında işlem hacmi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre 4 kat artarak 14 milyar TL'ye yükselmiştir. Geçtiğimiz yıllarda opsiyon piyasasında hiç payı olmayan bankalar pazar paylarını bu dönemde %32'ye çıkarmıştır.

Aracı Kurumların Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Satış	10.7%	10.0%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	25.1%	29.4%
Şube	12.0%	16.9%
Acente	11.3%	11.1%
İrtibat Bürosu	1.8%	1.4%
İnternet	33.6%	32.6%
Çağrı Merkezi	0.1%	0.1%
Yatırım Fonları	0.7%	0.3%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.1%
Kurum Portföyü	5.7%	2.9%
Yurtdışı Satış	24.1%	24.6%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

OPSİYONLAR

2015 yılında opsiyonlarda işlem hacmi bir önceki yıla göre 4 misli artarak 9,4 milyar TL'ye erişmiştir. Bu işlemler 2012 sonundan itibaren Borsa'da yapılabilmekte olup hızla büyümektedir. İşlem hacminin büyük kısmının aracı kurumlar tarafından yaratıldığı görülmektedir. Bununla birlikte bir bankanın döviz opsiyon kontratlarında işlemlerini artırmasıyla bankaların payı %32'ye çıkmıştır. Vadeli

işlemlere benzer şekilde bankalar, pay senedi ve pay senedi endeksine dayalı opsiyonlarda işlem yapamamaktadır.

2015 yılında 32 aracı kurum tarafından yaratılan opsiyon işlem hacminin tamamına yakını işlem hacmi en yüksek 10 kuruma aittir. İlerleyen bölümde aracı kurumların opsiyon işlemleri incelenecektir.

Yatırım Kuruluşlarının Opsiyon İşlem Hacmi (Milyon TL)					
	Hacim			Pay	
	2014	2015	Değişim	2014	2015
Aracı Kurum	1,963.7	9,387.0	378.0%	99.5%	67.7%
Banka	9.6	4,470.3	-	0.5%	32.3%
Toplam	1,973.4	13,857.3	422.9%	100.0%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı Kurumların Opsiyon İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	96.7%	96.7%
11-20	3.2%	99.9%
21-32	0.2%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Pay senedi ve vadeli işlemler piyasalarında olduğu gibi opsiyon işlemlerinde de piyasa işlem hacminin büyük kısmını %85'lik payla yerli yatırımcılar oluşturmuştur. Yerli bireysel yatırımcılar opsiyon işlem hacminin %38'ini oluştururken, yerli kurumlar opsiyon işlem hacminde %47'lik

paya sahiptir. Yurtiçi kurumlar ileriki tabloda görüleceği üzere ağırlıkla kurum portföyü işlemlerini yansıtmaktadır. Yabancı kurumların payı ise bir yılda %26'dan %14'e gerilemiştir.

Aracı Kurumların Yatırımcı Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Yatırımcı	74.4%	85.5%
Birey	50.6%	37.9%
Kurum	21.5%	46.6%
Kurumsal	2.3%	0.9%
Yurtdışı Yatırımcı	25.6%	14.5%
Birey	0.0%	0.4%
Kurum	25.6%	14.0%
Kurumsal	0.0%	0.1%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Departman bazında dağılım incelendiğinde bir aracı kurumun yapmış olduğu işlemlerle birlikte kurum portföyünün payını ikiye katlayarak %44'lük paya sahip olduğu görülmektedir. İkinci sırada yer alan

Aracı Kurumların Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Satış	28.3%	31.0%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	16.8%	4.7%
Şube	10.6%	4.2%
Acente	6.2%	0.5%
İrtibat Bürosu	0.0%	0.0%
İnternet	6.8%	5.1%
Çağrı Merkezi	0.0%	0.0%
Yatırım Fonları	1.5%	0.2%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	21.0%	44.4%
Yurtdışı Satış	25.6%	14.5%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

yurtiçi satış departmanı ise 2014 yılına göre 3 puan artmıştır. Opsiyon işlemleri için diğer önemli kanallar şube ve acenteler olup, diğer piyasalarda hâkim durumda olan internet kanalının payı sadece %5 civarındadır.

VARANT

2015 yılında 58 aracı kurum, 14 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirmiştir. Varant işlem hacmi, 2014 yılına oranla TL bazında %22 artarken, dolar bazında %2 azalmıştır.

Varant piyasasındaki yoğunlaşma hayli yüksektir. Varant ihraç eden iki aracı kurum, işlem hacminin yarısından fazlasını oluşturmuştur. En büyük pazar payına sahip 10 aracı kurum ise toplam işlem hacminin %89'luk kısmını gerçekleştirmiştir.

Aracı Kurumların Varant ve Sertifika İşlem Hacmi			
	2014	2015	Değişim
Milyar TL	11.7	14.3	22.2%
Milyar \$	5.3	5.2	-1.9%

Kaynak: Borsa İstanbul

Pay senetlerinde olduğu gibi varant işlemlerinde de hacim, ağırlıklı olarak yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu üründe yabancı işlemlerinin tamamı ihraççı yabancı kurum ile piyasa yapıcılığı çerçevesinde yapılan işlemlere ait olup, toplam hacimdeki payı %29 olmuştur.

2015 yılında, yerli bireysel yatırımcılar toplam varant hacminin %42'sini oluştururken, yerli kurumların payı ise 9 puan artışla %29'a çıkmıştır.

Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	89.2%	89.2%
11-20	8.1%	97.3%
21-58	2.7%	100.0%

Kaynak: Borsa İstanbul

Yatırımcı Bazında Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Yatırımcı	67.6%	70.6%
Birey	48.0%	41.9%
Kurum	19.6%	28.6%
Kurumsal	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	32.4%	29.4%
Birey	0.0%	0.0%
Kurum	32.4%	29.4%
Kurumsal	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Varant işlemlerine departman bazında bakıldığında, 2015 yılında hâkim kanal, %34 payla internet olmuştur. Kurumların kendi portföylerine yaptıkları işlemlerin payının ise 11 puan artarak %19'a çıktığı görülmektedir.

Departman Bazında Varant ve Sertifika İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Satış	6.7%	4.6%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	14.4%	12.3%
Şube	8.6%	6.4%
Acente	5.7%	4.4%
İrtibat Bürosu	0.2%	1.5%
İnternet	36.7%	33.8%
Çağrı Merkezi	1.9%	0.9%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	7.9%	18.9%
Yurtdışı Satış	32.4%	29.4%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen ve kamuoyunda "foreks" olarak bilinen kaldıraçlı alım-satım işlemlerini sadece aracı kurumlar yapabilmektedir. 2015 yılında bu piyasada 38 aracı kurum işlem yapmıştır.

2015 yılında, aracı kurumların yapmış olduğu kaldıraçlı işlem hacmi, yıllık bazda TL cinsinden %121 artış ile 17 trilyon TL'ye, dolar cinsinden ise %78 artış ile 6 trilyon dolara yükselmiştir. Tanımı ve yapısı gereği, kaldıraçlı işlem hacmi, pay senedi ve vadeli işlem hacminin hayli üzerinde seyretmektedir.

2015 yılında kaldıraçlı işlemlerde en yüksek işlem hacmine sahip ilk on aracı kurum, piyasa hacminin %70'ini oluştururken, takip eden diğer 10 aracı kurum, toplam hacmin %22'sini oluşturmuştur.

2015 yılında kaldıraçlı işlem hacminin neredeyse tamamını yerli yatırımcılar oluştururken, bu hacmin geçen dönem olduğu gibi yarısını yerli bireysel yatırımcılar oluşturmuştur. Bunun yanında, önemli kısmı kurum portföyü işlemlerini yansıtan yurtiçi kurumların toplam işlem hacmindeki payı %47 olmuştur. Yurtdışı yatırımcıların toplam işlem hac-

Aracı Kurumların Kaldıraçlı İşlem Hacmi			
(Milyar TL)	2014	2015	Değişim
Müşteriler	4,353.4	9,545.9	119.3%
Likidite Sağlayıcı	3,339.7	7,459.5	123.4%
Toplam	7,693.1	17,005.4	121.0%
Toplam (Myr \$.)	3,515.0	6,246.6	77.7%

Kaynak: TSPB

Kaldıraçlı İşlem Hacmi Sıralaması (2015)		
Sıralama	İşlem Hacmi Payı	Kümülatif Pay
1-10	69.5%	69.5%
11-20	22.1%	91.6%
21-38	8.4%	100.0%

Kaynak: TSPB

Yatırımcı Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Yatırımcı	99.3%	96.5%
Birey	49.7%	49.3%
Kurum	48.6%	47.0%
Kurumsal	0.9%	0.1%
Yurtdışı Yatırımcı	0.7%	3.5%
Birey	0.3%	3.4%
Kurum	0.5%	0.1%
Kurumsal	0.0%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

mindeki payı ise, önceki yılın aynı döneminden bu yana 4 puanlık artış göstererek %3'e çıkmıştır. Bu durum bir aracı kurumda işlem yapan bireysel müşterileri yansıtmaktadır.

Kaldıraçlı işlemler ağırlıklı olarak (%39'u) internet üzerinden yapılmakta olup, yatırımcılar geçen döneme göre internet kanalını daha çok tercih etmiştir. İnternet kanalının payı 4 puan artarken yurtiçi satış

Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi Dağılımı		
	2014	2015
Yurtiçi Satış	19.2%	16.8%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	1.7%	0.4%
Şube	1.0%	0.2%
Acente	0.7%	0.2%
İrtibat Bürosu	0.0%	0.0%
İnternet	35.4%	38.7%
Çağrı Merkezi	0.1%	0.1%
Yatırım Fonları	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	43.4%	43.9%
Yurtdışı Satış	0.3%	0.1%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

departmanının payı 2 puan düşerek %17'ye gerilemiştir. Ağırlıklı olarak aracı kurumların likidite sağlayıcılar ile yaptıkları işlemleri yansıtan kurum portföylerinin payı ise %44'tür.

KURUMSAL FİNANSMAN FAALİYETLERİ

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

Aralık 2015 itibarıyla herhangi bir yatırım bankacılığı faaliyeti olan kurum sayısı 31'dir. 2015 644 kurumsal finansman projesi tamamlanan sektörde, 2015 yılında 828 yeni proje imzalanmış, toplam projelerin 746'sı aynı dönemde tamamlanmıştır. 2015 yılında toplam büyüklüğü 119 milyon TL tutarında 6 adet halka arz gerçekleştirilmiştir.

Cari analiz döneminde aracı kurumlar tahvil ihracında 617 adet yeni sözleşme yaparken, 608 tahvil ile 78

milyar TL'lik ihraç gerçekleştirmiştir. 2014'e kıyasla tahvil sayısında 143 adet, ihraç miktarında da 23 milyar TL'lik bir artış olmuştur.

Diğer taraftan 2015 yılında 34 sermaye artırımı ile 53 temettü dağıtımı tamamlanmıştır. Şirket satın alma tarafında tamamlanan sözleşme bulunmazken, 11 adet şirket satış sözleşmesi tamamlanmıştır. Değerleme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsayan 34 diğer danışmanlık sözleşmesi tamamlanmıştır.

Sonuç olarak, süresi dolan veya feshedilen sözleşmelerle birlikte aracı kurumlar 2016 yılına 225 kurumsal finansman sözleşmesiyle girmiştir.

Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Proje Sayıları)				
	2014 Tamamlanan	Yeni Sözleşme	2015 Tamamlanan	Dönem Sonu
Pay Senedi Birincil Halka Arz	14	16	6	9
Pay Senedi İkincil Halka Arz	0	2	0	2
Tahvil İhracı	465	617	608	20
Satın Alma ve Birleşme-Alış	6	7	0	6
Satın Alma ve Birleşme-Satış	8	51	11	86
Finansal Ortaklık	0	0	0	0
Sermaye Artırımı	42	34	34	23
Temettü Dağıtımı	41	55	53	23
Özelleştirme Projeleri-Alış	3	0	0	0
Özelleştirme Projeleri-Satış	2	2	0	4
Diğer Danışmanlık	63	44	34	53
Toplam	644	828	746	225

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 2015 sonunda, önceki yıla göre %45 oranında azalarak 17 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum yeni düzenleme gereği aracı kurumların 1 Temmuz 2015'e kadar yatırım fonlarını portföy yönetim şirketlerine devretmesi veya tasfiye etmesi gerekliliğinden kaynaklanmaktadır. Yönetilen yatırım fonu portföylerinin 2015 sonu itibarıyla sıfırlanmamasının nedeni bazı aracı kurumların fon devretme sürecinin devam etmesidir.

2015 yılında yatırım fonlarındaki düşüş ile birlikte aracı kurumların yönettiği portföy büyüklüğü 5,4 milyar TL'den 1,3 milyar TL'ye kadar gerilemiştir.

Yatırım fonu yönetmeyecek olan aracı kurumlar özel portföy yönetimi hizmeti sunmaya devam edebilmektedir. Aracı kurumlardan, portföy yönetim hizmeti alan bireysel yatırımcı sayısı, 2015 yılında 2014'e göre 277 kişi azalarak 2.566 olurken, aynı yatırımcı grubuna ait portföy büyüklüğü ise %15 azalmıştır.

Aracı kurumların yanı sıra portföy yönetim şirketleri de bu hizmeti sunmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yönettiği portföy büyüklüğü 101 milyar TL ile aracı kurumların 84 misli kadardır. Söz konusu şirketlerin faaliyetleri bir sonraki raporumuzda incelenmektedir.

Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi Faaliyetleri			
	2014	2015	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	31	17	-45.2%
Yatırımcı Sayısı	2,923	2,649	-9.4%
Bireysel Yatırımcı Sayısı	2,735	2,566	-6.2%
Yatırım Fonu Sayısı	101	23	-77.2%
Diğer Kurumsal Yatırımcı Sayısı	0	0	A.D.
Diğer Kurum Sayısı	87	60	-31.0%
Portföy Büyüklüğü (Mn. TL)	5,375	1,267	-76.4%
Bireysel Yatırımcı	1,091	933	-14.5%
Yatırım Fonu	3,834	310	-91.9%
Diğer Kurumsal Yatırımcı	0	0	A.D.
Diğer Kurum Portföy	450	25	-94.5%

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken, portföy yönetim faaliyetlerinde olduğu gibi, bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. 2014 sonunda pay senedi işlemleri için kredi kullandıran aracı kurum sayısı 59 iken, geçici kapanan şirketlerin ve yeni Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca dar yetkili aracı kurumların kredili işlemler yapamamasıyla birlikte bu rakam 51'e gerilemiştir.

2015 sonu itibarıyla, kredili işlem sözleşmesi bulunan yatırımcı sayısı 63.997 kişiye ulaşırken, aynı dönemde kredi kullanan yatırımcı sayısı 9.585'e düşmüştür. Yatırımcı sayısı düşse de toplam kredi bakiyesi %31 artarak 1,5 milyar TL olmuştur.

Kredili İşlemler			
	2014	2015	Değişim
Kredi Sözleşmeli Yatırımcı Sayısı	61,733	63,997	3.7%
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	9,914	9,585	-3.3%
Kredi Hacmi (Mn. TL)	1,148	1,507	31.3%
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	115,756	157,215	35.8%

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumlar, genel merkez dışındaki yatırımcılarına şube, irtibat bürosu ve anlaşmalı acente şubeleri aracılığıyla ulaşabilmektedir.

2014 yılında 85 aracı kurumdan 52 kurumun merkez dışı birimi bulunurken, 2015 yılında 75 kurumdan 47'sinin merkez dışı birimi bulunmaktadır. Bir yıl içinde aracı kurumların yatırımcılara ulaşmak için kullandığı merkez

dışı birimlerin sayısı ise bin adet gerilemeyle 6.151 olmuştur.

Bu düşüşün temel nedeni acente ve şube sayısındaki düşüş olurken, aracı kurumun acentelik sözleşmesi imzaladığı banka şubelerinden bine yakını kapanmıştır. Benzer şekilde banka kökenli 3 aracı kurumun acentelik sözleş-

mesi bulunan bankaların şubelerinin bir kısmı kapanmış bir kısmı da aracı kuruma aktarılmıştır. Bu kapsamda 2015 yılında aracı kurumların yatırımcılara ulaştığı acente sayısı 1 yılda 1.319 adet azalmış ve 5.752'ye inmiştir. Öte yandan, aracı kurumların sahip olduğu şube sayısı da iki kat artarak 323'e ulaşmıştır.

Erişim Ağı				
	Aracı Kurum Sayısı		Şube Sayısı	
	2014	2015	2014	2015
Şube	30	33	150	323
İrtibat Bürosu	25	24	67	76
Acente	22	13	7,071	5,752
Toplam	52	47	7,288	6,151

Kaynak: TSPB

İNTERNET İŞLEMLERİ

2015 itibarıyla, fiziki erişim noktaları dışında interneti kullanarak yatırımcılara ulaşan aracı kurum sayısı, bir önceki yıla göre geçici kapanan kurumların etkisiyle 4 adet azalarak 65 olmuştur. Bu bölümdeki veriler, bir yatırımcının birden fazla aracı kurumda hesabı olabileceği göz önüne alınarak değerlendirilmelidir.

Bu dönem internetten pay senedi alım-satım işlemi yapan yatırımcı sayısı %2 azalırken, toplam işlem

hacmindeki artışa paralel olarak internet işlemleri %22 artmış, benzer şekilde vadeli işlem sayısı %14 ve işlem hacmi ise %27 oranında artmıştır. Opsiyon işlemlerinde ise işlem hacmi %103 oranında artmıştır. İnternet üzerinden yapılan kaldıraçlı işlem hacmi toplam hacimdeki artışa paralel olarak yükselerek 6,6 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır. Repo-ters repo işlemlerinde yaşanan düşüşte ise bu işlemlerde ağırlıklı olarak internet kanalıyla yatırımcılarına ulaşan bir kurumun kapanması etkili olmuştur.



İnternet İşlemleri			
	2014	2015	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	69	65	-5.8%
Pay Senedi			
Yatırımcı Sayısı	326,241	319,142	-2.2%
İşlem Sayısı	47,044,408	53,482,289	13.7%
Hacim (Mn. TL)	410,472	498,603	21.5%
SGMK Kesin Alım-Satım			
Yatırımcı Sayısı	63	46	-27.0%
İşlem Sayısı	365	327	-10.4%
Hacim (Mn. TL)	2	1	-18.9%
Repo-Ters Repo			
Yatırımcı Sayısı	1,047	277	-73.5%
İşlem Sayısı	17,127	3,314	-80.7%
Hacim (Mn. TL)	228	55	-76.0%
Vadeli İşlem			
Yatırımcı Sayısı	11,212	11,444	2.1%
İşlem Sayısı	11,979,095	7,779,442	-35.1%
Hacim (Mn. TL)	288,165	365,305	26.8%
Opsiyon			
Yatırımcı Sayısı	28	57	103.6%
İşlem Sayısı	13,665	2,150	-84.3%
Hacim (Mn. TL)	134	483	261.4%
Varant ve Sertifika			
Yatırımcı Sayısı	19,421	13,806	-41.5%
İşlem Sayısı	2,149,298	1,486,748	-34.4%
Hacim (Mn. TL)	3,054	3,972	8.4%
Kaldıraçlı İşlemler			
İşlem Yapan Yatırımcı Sayısı	17,647	40,729	97.5%
İşlem Sayısı	11,275,136	33,994,429	169.7%
Hacim (Mn. TL)	1,815,390	4,817,205	141.7%

Kaynak: TSPB

ÇAĞRI MERKEZİ İŞLEMLERİ

İşlem hacminin incelendiği bölümlerden hatırlanacağı üzere çağrı merkezi aracılığıyla yapılan işlemlerin payı hayli düşüktür. Bu bölümdeki veriler incelenirken, internet işlemlerinde olduğu gibi, bir yatırımcının birden fazla aracı kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Departman bazında dağılımlara bakıldığında, çağrı merkezlerinin toplam hacimdeki payı varant işlemleri dışındaki işlemlerde %1'in altında kalmaktadır.

Çağrı Merkezi İşlemleri			
	2014	2015	Değişim
Aracı Kurum Sayısı	15	15	0.0%
Pay Senedi			
Yatırımcı Sayısı	18,547	20,302	9.5%
İşlem Sayısı	372,835	512,914	37.6%
Hacim (Mn. TL)	6,354	6,962	9.6%
SGMK Kesin Alım-Satım			
Yatırımcı Sayısı	17	6	-64.7%
İşlem Sayısı	193	15	-92.2%
Hacim (Mn. TL)	0.4	0.4	-7.4%
Repo-Ters Repo			
Yatırımcı Sayısı	2,120	2,273	7.2%
İşlem Sayısı	13,465	14,906	10.7%
Hacim (Mn. TL)	162	153	-5.9%
Vadeli İşlem			
Yatırımcı Sayısı	378	636	68.3%
İşlem Sayısı	8,062	22,063	173.7%
Hacim (Mn. TL)	428	1,226	186.8%
Opsiyon			
Yatırımcı Sayısı	0	0	-
İşlem Sayısı	0	0	-
Hacim (Mn. TL)	0	0	-
Varant ve Sertifika			
Yatırımcı Sayısı	1,518	1,543	1.6%
İşlem Sayısı	12,218	24,257	98.5%
Hacim (Mn. TL)	219	125	-43.2%
Kaldıraçlı İşlemler			
Yatırımcı Sayısı	224	300	33.9%
İşlem Sayısı	6,023	13,122	117.9%
Hacim (Mn. TL)	8,542	20,040	134.6%

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Aracı kurumlarda çalışan sayısı 2015 sonu itibarıyla, 2014 sonuna kıyasla 976 kişi artmıştır. Bu artışta özellikle şubeleşmeye giden aracı kurumların yeni istihdamları ve kaldırıcı işlemlerde uzmanlaşan kurumların yeni işe alımlarıyla etkili olmuştur. Bu gelişmelerle birlikte çalışan sayısı 6.638 kişiye ulaşmıştır. Sektörde istihdam edilen kadın çalışan oranı, fark azalsa da, %42 ile erkeklerin gerisinde seyretmeye devam etmiştir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı ise 72'den 77'ye çıkmıştır. En fazla çalışanı

bulunan kurumda 399 kişi en az çalışanı bulunan kurumda 4 kişi görev almaktadır.

Aracı Kurumlarda Çalışan Sayısı			
	2014	2015	Değişim
Kadın	2,281	2,787	22.2%
Erkek	3,376	3,851	14.1%
Toplam	5,657	6,638	17.4%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Departman Dağılımı

Çalışanların departman dağılımı incelendiğinde, 2014 yılına kıyasla en büyük pay artışının 5 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 2014'te 13 kişi iken, 2015'te 21 kişi olmuştur.

Önceki dönemlere kıyasla hafif bir artışla 2015 yılında aracı kurumlarda istihdam %32 payla merkez dışı birimlerde yoğunlaşmıştır. Merkez dışı birimler arasında en

büyük istihdam ise %23 ile şubeler tarafında olmuştur. Daha önce de bahsedildiği gibi acente sayısının azalması ile birlikte acentelerde çalışan personelin payı 6 puan düşerek %1'in altında olmuştur.

Ortalama çalışan sayısına bakıldığında yurtiçi satış departmanı 21 çalışanla en kalabalık departman olmakla birlikte bu departmanda çalışanların payı 5 puan artışla %18 olmuştur. Yurtdışı satış departmanlarında, portföy yönetimi ve araştırma departmanlarında ise ortalama 5 kişi çalışmaktadır.

Departmanlara Göre Çalışanlar				
	Çalışanların Dağılımı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2014	2015	2014	2015
Yurtiçi Satış	13.0%	17.9%	12.9	20.8
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	27.1%	31.5%	5.5	5.2
Şube	15.6%	23.4%	5.9	4.8
Acente	5.9%	0.2%	0.0	0.0
İrtibat Bürosu	5.5%	7.9%	4.7	6.9
Broker	3.5%	2.0%	2.8	2.3
Dealer	6.0%	5.1%	6.4	6.9
Yurtdışı Satış	3.7%	3.0%	4.9	5.2
Hazine	2.0%	1.8%	3.4	3.5
Portföy Yönetimi	0.9%	0.8%	2.2	2.4
Kurumsal Finansman	3.0%	2.4%	4.4	4.4
Araştırma	4.8%	3.8%	4.9	4.6
Mali ve İdari İşler	14.8%	12.2%	9.7	10.8
İç Denetim-Teftiş	3.2%	3.1%	2.1	2.9
İnsan Kaynakları	1.3%	1.3%	1.8	2.1
Bilgi İşlem	5.3%	4.9%	4.3	5.1
Diğer	11.6%	10.1%	8.8	10.2

Kaynak: TSPB

Çalışanların Eğitim Durumu

Sektörde genel olarak her dört çalışandan üçü lisans ve üstü eğitime sahip olup, bu oran yıllar içinde artmaktadır. Eğitim profilinde yoğunlaşma lisans diploması sahibi çalışanlarda olmaya devam etmiştir. Toplam çalışanların üçte ikisi lisans mezunudur. Sektöre yeni katılan 4 yıllık fakülte mezunlarının, ağırlıklı olarak yurtiçi satış departmanlarında istihdam edildiği anlaşılmaktadır. Diğer kırılımlara bakıldığında ise yüksek lisans derecesine sahip 823 çalışanın sektörün %13'ünü oluşturduğu, doktora diplomasına sahip çalışan sayısının ise 28 kişiyle sektörün toplam çalışanlarının %1'inin altında kaldığı görülmektedir.

Çalışanların Eğitim Durumu		
	2014	2015
Doktora	0.6%	0.4%
Yüksek Lisans	13.4%	12.4%
Lisans	63.7%	68.1%
Yüksek Okul	6.3%	6.2%
Lise	12.9%	10.4%
Ortaokul	1.3%	1.0%
İlkokul	1.8%	1.4%
Toplam	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Yaş Dağılımı

Aracı kurum çalışanları yaş dağılımı bazında incelendiğinde, 30 yaş altı çalışanların oranında yıllık bazda 6 puanlık artış gerçekleştiği, bu grubun payının %33'e yükseldiği görülmektedir. Özellikle bu dönem ilk defa şube açan kurumların 30 yaş altı çalışan dilimlerindeki işe alımlar bu sonuçta etkilidir. 30 yaş altı grupta yer alan çalışan sayısı %41 artarak 3.000 kişiye yaklaşmıştır. 31-35 yaş bandındaki çalışanların oranı fazla değişmezken 36 yaş ve üstü çalışanların oranında ise altı puanlık düşüş gözlemlenmektedir.

Çalışanların Yaş Dağılımı		
	2014	2015
18-25	9.3%	11.8%
26-30	18.2%	21.2%
31-35	18.7%	19.2%
36-40	20.7%	17.9%
41-45	19.7%	17.7%
46-50	9.0%	8.4%
51-55	3.1%	2.5%
56-60	0.9%	0.9%
61+	0.4%	0.3%
Toplam	100%	100%

Kaynak: TSPB

Çalışanların İş Tecrübesi

2015 itibarıyla 2 yıldan az tecrübeli çalışanların sayısı 2014 yılına göre neredeyse 2 misline çıkarak toplam çalışan sayısının %18'ini oluşturmuştur. 3-5 yıl tecrübeli çalışanların sayısı ise %33 oranında artmıştır. 6-10 yıl tecrübeli çalışan grubu da bir önceki yıla göre 2 puanlık düşüş sergilese de %19'luk pay ile istihdamın en çok yoğunlaştığı grup olmuştur. Böylece toplamda 5 yıldan az tecrübeli kişilerin payı ilk kez çalışmaya başlayanların etkisiyle %24'ten %33'e yükselmiştir. Yaş dağılımı ve iş tecrübesi bulgularından hareketle sektörün daha az tecrübeli ve genç çalışanlara istihdam olanağı yaratmaya başladığı görülmektedir.

Çalışanların İş Tecrübesi		
(Yıl)	2014	2015
0-2	11.2%	18.4%
3-5	12.6%	14.2%
6-10	21.4%	19.5%
11-15	17.5%	15.3%
16-20	20.4%	16.9%
21-25	11.7%	10.0%
26-30	3.7%	4.4%
31+	1.6%	1.3%
Toplam	100%	100%

Kaynak: TSPB

Çalışanların Cinsiyeti

2014 yılı sonunda toplam çalışanların %40'ını oluşturan kadınların payı yıl içerisinde artarak 2015 yılı sonunda %42 olarak gerçekleşmiştir.

Cinsiyete göre departman dağılımı, kadınların en yoğun istihdam edildiği bölümün %80 ile insan kaynakları departmanı olduğunu göstermektedir. İnsan kaynakları departmanını %51 pay ile yurtiçi satış bölümü, %45 ile merkez dışı birimler takip etmiştir. İç denetim departmanlarında çalışan kadınların ağırlığı, karşılaştırılan dönemde %1 azalarak %38 olarak gerçekleşmiştir. Broker ve dealer kadrolarında çalışanların ise %32'si kadındır. Kadınların en düşük oranda istihdam edildiği bölüm %11 pay ile bilgi işlem olurken, bu oran önceki yıla göre 1 puan azalmıştır.

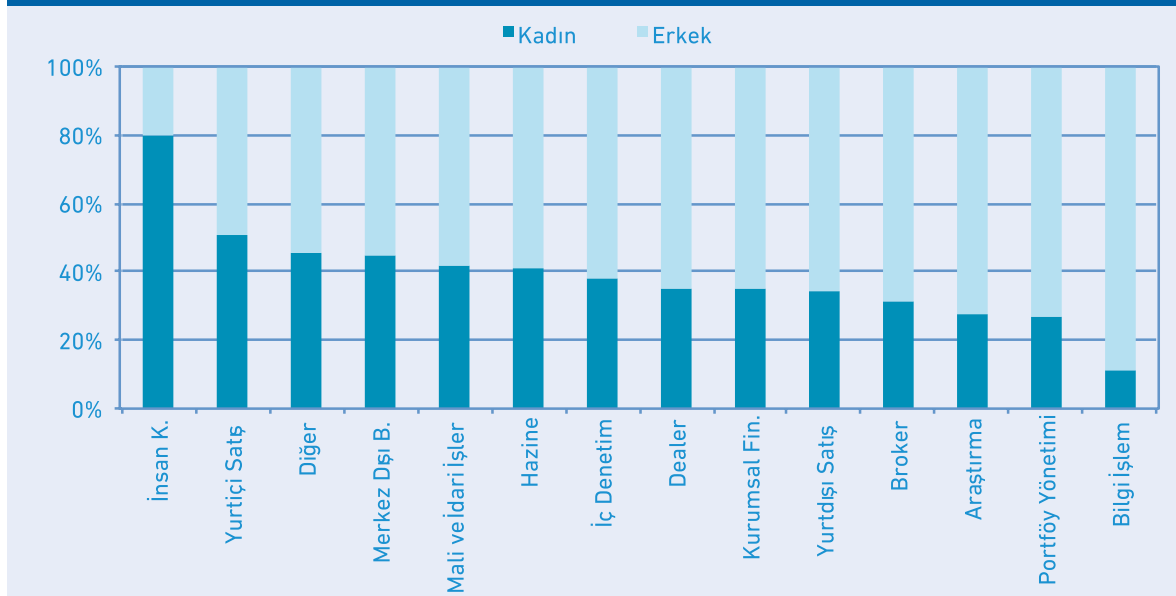
Departman bazındaki en büyük değişim portföy yönetimi ve iç denetim departmanlarında yaşanmıştır. 2015 yılında portföy yönetiminde çalışan kadınların payı bir önceki yıla göre 5 puan artarak %27 olurken, iç denetim-teftiş departmanında çalışan kadınların payı 2 puan düşerek %38'e inmiştir.

Cinsiyete göre eğitim dağılımına bakıldığında, kadınların %70'i erkeklerin ise %67'sinin 4 yıllık üniversite mezunu olduğu görülmektedir. Bu oranlar 2014 yılına göre kadınlarda 5 puan, erkeklerde ise 4 puan artış göstermiştir. Kadın çalışanlarda yükseköğretim mezunlarının payı (%8), erkeklere (%5) göre daha fazlayken, erkek çalışanlarda yüksek lisans ve üstü diplomaya sahip olanların payı (%15), kadınlara (%11) kıyasla daha yüksektir.

Yaş gruplarının cinsiyete göre dağılımı, sektördeki kadınların yaş ortalamasının erkeklerden daha düşük olduğunu göstermektedir. Kadın çalışanların %59'u 35 yaş ve altı grupta yer alırken, erkek çalışanlarda bu oran %47'ye inmektedir. Kadın çalışanların yalnızca %2'si (56 kişi) 50 yaş üzerindiyken, erkek çalışanların %4'ü (188 kişi) 50 yaş üzerindedir.

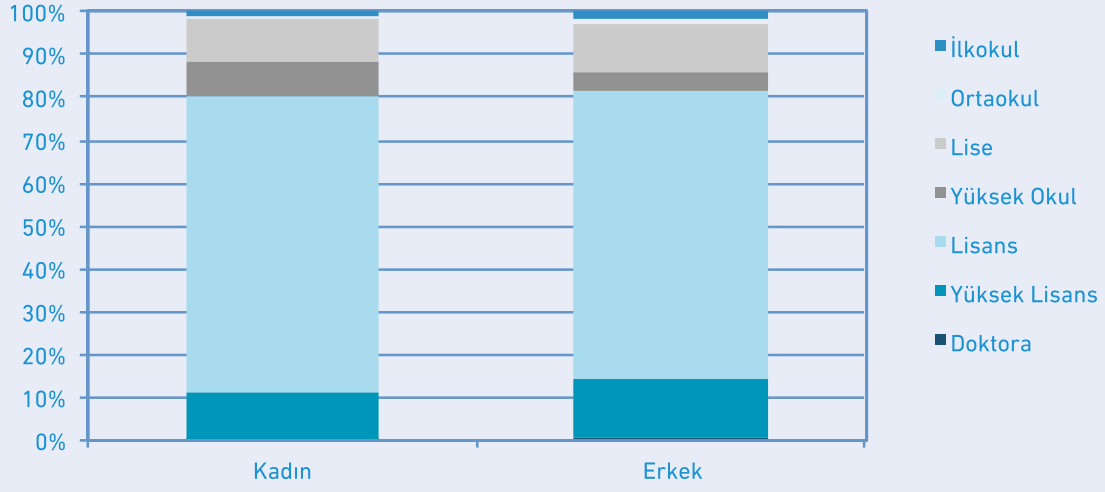
Toplam çalışanlar içerisinde kadınların sayıca daha fazla olduğu tek yaş grubu olan 18-25 yaş aralığında, çalışanların %59'unu kadınlar oluşturmaktadır. 50 yaş üzerindeki grupta toplam çalışanların sadece %23'ü kadındır.

Cinsiyete Göre Departman Dağılımı, 2015



Kaynak: TSPB

Cinsiyete Göre Eğitim Dağılımı, 2015

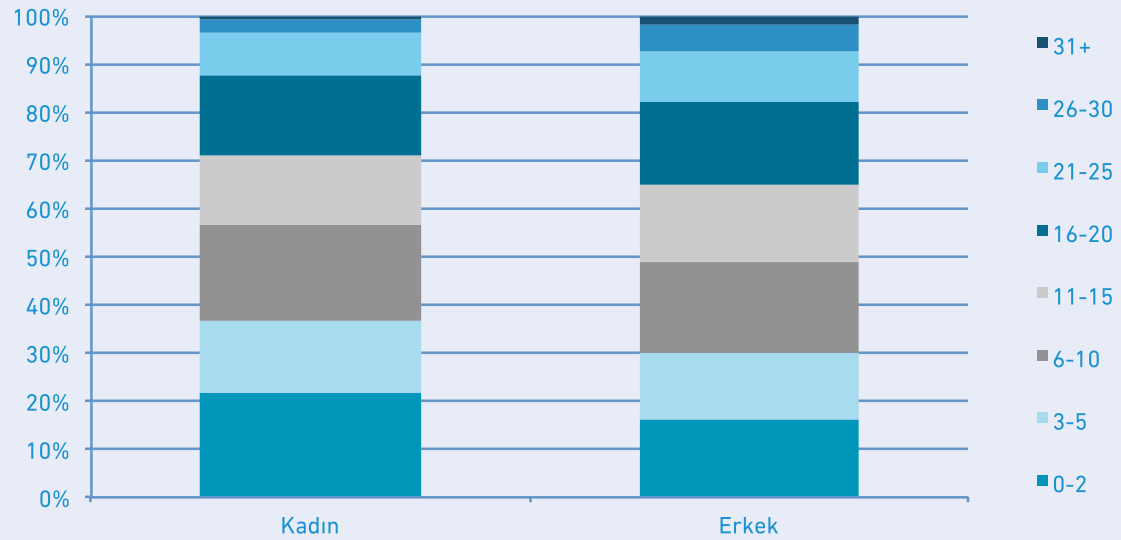


Kaynak: TSPB

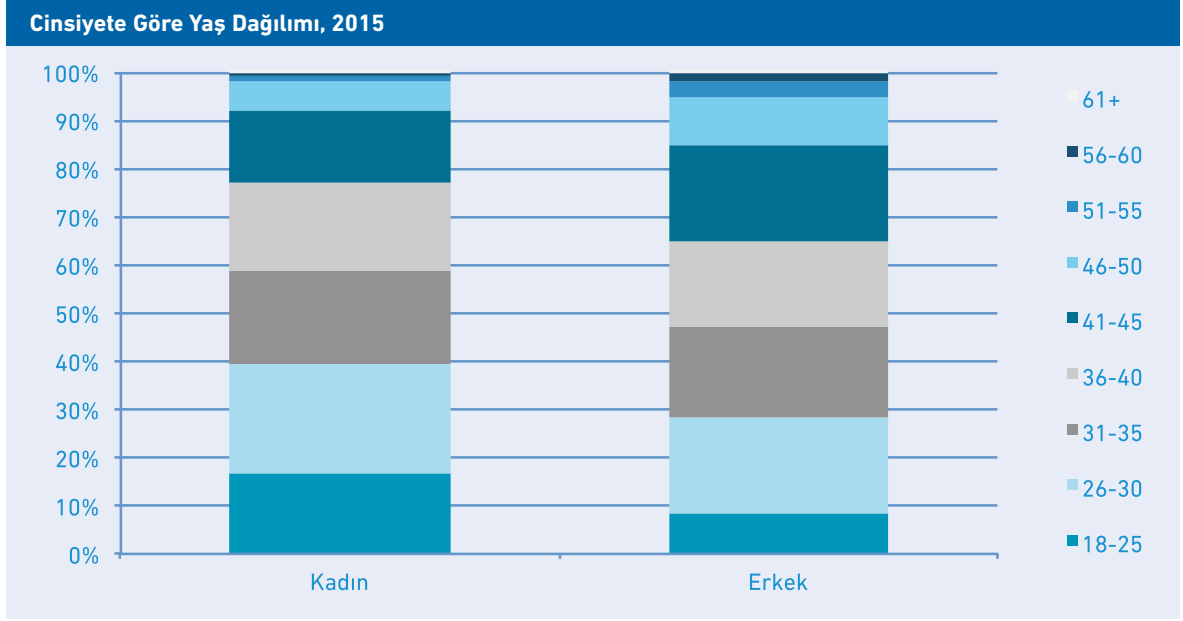
Cinsiyete göre iş tecrübesi dağılımları da, yukarıdaki verilere paralel olarak, iş tecrübesi arttıkça kadınların ağırlığının azaldığını göstermektedir. Kadın çalışanların %43'ü, erkeklerin ise %51'i, 10 yıl üstü deneyime sahiptir.

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

Cinsiyete Göre İş Tecrübesi Dağılımı, 2015



Kaynak: TSPB



Kaynak: TSPB

FİNANSAL VERİLER

Raporun bu kısmında, faaliyetleri incelenen aracı kurumların finansal verileri incelenmektedir. Faaliyet verilerini göndermiş olup, geçici kapalı duruma geçtiği için mali verileri elimize ulaşmayan bir aracı kurum dışındaki 74 kurumun verileri değerlendirilmiştir. 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 tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.



BİLANÇO ANALİZİ

2015 yılı sonunda aracı kurumların toplam varlıkları, bir önceki yıla göre fazla değişmemiş, 15 milyar TL seviyesinde seyretmiştir. Sektör bilançosunun yarısı 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 içeren kısa

vadeli finansal borçlar, bilançonun %44'ünü oluşturmuştur. Finansal tabloların detayları, bazı kurumların banka kredisi ve para piyasası yoluyla borçlanarak bu tutarı ağırlıklı olarak vadeli mevduatlarda değerlendirdiğini göstermektedir. Sektörün özkaynağı ise bir yılda %10 artarak 4 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Aracı Kurumların Bilançosu (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Dönen Varlıklar	14,138	14,242	0.7%	93.4%	93.0%
Duran Varlıklar	994	1,070	7.7%	6.6%	7.0%
Toplam Varlıklar	15,132	15,312	1.2%	100.0%	100.0%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,395	11,180	-1.9%	75.3%	73.0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	78	122	55.4%	0.5%	0.8%
Özkaynaklar	3,659	4,010	9.6%	24.2%	26.2%
Toplam Kaynaklar	15,132	15,312	1.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

VARLIKLAR

Dönen Varlıklar

Aracı kurumların bilançosunun yarısını nakit ve nakit benzeri varlıklar oluştururken, bu miktar 2014 yılına göre %8 azalma göstermiştir. Aracı kurumlar 7,8 milyar TL tutarındaki nakitlerinin 6,8 milyar TL'sini vadeli mevduatta değerlendirmektedir. Vadeli mevduatların %80 gibi önemli bir kısmı önceki dönemlerde olduğu gibi iki aracı kuruma aittir. İleride değinileceği gibi sektörün para piyasasına borcunun önemli bir kısmı bu iki kuruma aittir.

Aracı kurumların kısa vadeli finansal yatırımları 1,1 milyar TL civarında olup, bu yatırımların 879 milyon TL'sini sabit getirili menkul kıymetler oluşturmaktadır. Özel sektör sabit getirili menkul kıymetlerine yapılan yatırımlar 2014 sonuna göre %8 azalmış, 430 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli finansal yatırımlardaki %8'lik artış ise büyük ölçüde bir aracı kurumun üç aydan uzun va-

deli mevduatlarını bu kalemden muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Aracı kurumların toplam varlıklarının %31'ini (4,8 milyar TL) oluşturan kısa vadeli ticari alacaklar daha çok sektörün takasa ilişkin alacaklarını yansıtmaktadır. Aracı kurumların 2015 yılı sonu itibarıyla menkul kıymet işlemlerine ilişkin Takasbank'tan 1,7 milyar TL, müşterilerden 1,1 milyar TL alacağı bulunmaktadır. Kredili müşterilerinden alacaklar ise kredili işlemlerdeki büyüme ile birlikte %23 artarak 1,5 milyar TL'ye yükselmiştir.

Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonlarından kaynaklanan alacakları ifade eden ve büyük ölçüde iki aracı kurumun pozisyonunu yansıtan "türev araçlar", 2015 yılında %18 azalarak 39 milyon TL olmuştur.

Aracı Kurumların Varlıkları (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Dönen Varlıklar	14,138	14,242	0.7%	93.4%	93.0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,454	7,796	-7.8%	55.9%	50.9%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,063	1,142	7.5%	7.0%	7.5%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	4,142	4,814	16.2%	27.4%	31.4%
Diğer Alacaklar (Kısa Vadeli)	343	360	4.9%	2.3%	2.3%
Türev Araçlar	47	39	-17.9%	0.3%	0.3%
Peşin Ödenmiş Giderler	26	30	16.0%	0.2%	0.2%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	44	51	16.7%	0.3%	0.3%
Diğer Dönen Varlıklar	6	10	58.0%	0.0%	0.1%
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	13	0	-	0.1%	0.0%
Duran Varlıklar	994	1,070	7.7%	6.6%	7.0%
Ticari Alacaklar (Uzun Vadeli)	1	2	202.0%	0.0%	0.0%
Diğer Alacaklar (Uzun Vadeli)	57	86	50.6%	0.4%	0.6%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	617	593	-3.8%	4.1%	3.9%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	60	46	-23.5%	0.4%	0.3%
Maddi Duran Varlıklar	154	198	28.6%	1.0%	1.3%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	37	62	65.3%	0.2%	0.4%
Peşin Ödenmiş Giderler	2	6	172.9%	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	65	77	19.5%	0.4%	0.5%
Diğer Duran Varlıklar	1	1	-41.8%	0.0%	0.0%
TOPLAM VARLIKLAR	15,132	15,312	1.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KUTU 1: Aracı Kurumların Portföy Dağılımı

Kısa vadeli finansal yatırımlar nakit ve nakit benzeri varlıklarla beraber değerlendirildiğinde, aracı kurum sektörünün portföy tercihlerine dair bir inceleme yapmak mümkündür. Buna göre sektörün toplam portföyü 2015 sonu itibarıyla 8,7 milyar TL olup, önemli bir kısmı repo ve mevduatta değerlendirilmektedir. Kısa vadeli sabit getirili menkul kıymet yatırımları ise toplam portföyün %8'i kadardır. Aracı kurumların pay senedi yatırımları 209 milyon TL olup, portföylerinin yalnızca %2'sini oluşturmaktadır. Diğer kalemindeki artış ise bir aracı kurumun üç aydan uzun vadeli mevduatlarını kısa vadeli finansal yatırımlar içerisinde değerlendirmesinden kaynaklanmaktadır.

Aracı Kurumların Portföy Dağılımı (Milyon TL)					
Finansal Araçlar	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Repo ve Mevduat	8,262	7,559	-8.5%	88.6%	86.9%
Kamu Tahvil/Bono	362	341	-5.8%	3.9%	3.9%
Özel Sektör Tahvil/Bono	427	392	-8.2%	4.6%	4.5%
Pay Senedi	167	209	25.5%	1.8%	2.4%
Diğer	107	200	86.6%	1.1%	2.3%
Toplam	9,325	8,701	-6.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Duran Varlıklar

1,1 milyar TL civarında olan duran varlıkların en önemli kalemini uzun vadeli finansal yatırımlar oluşturmaktadır. Bir sonraki tabloda detaylarına yer verilen uzun vadeli finansal yatırımların %64'ünü paylar oluştururken bu tutarın önemli bir kısmı iştirak paylarını içermektedir. Bazı aracı kurumlar ise iştiraklerini "diğer finansal yatırımlar" başlığı altında takip etmektedir. Bir diğer ifadeyle, sektörün uzun vadeli finansal yatırımlarının büyük çoğunluğu iştirak pay senetlerindedir.

Öte yandan, aracı kurum iştiraklerinin kaydedildiği bir diğer kalem özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar olup, 2015 sonu itibarıyla bu kalem 46 milyon TL'dir. 2015'te bu kalemden görülen %24 oranındaki azalış, bir aracı kurumun iştiraki olan yatırım ortaklığının tasfiye edilmesinden kaynaklanmaktadır. Uzun vadeli finansal yatırımlar ile bu kalem birlikte ele alındığında 15 milyar TL'lik aktif büyüklüğüne sahip aracı kurumların 630 milyon TL civarında iştiraki olduğu hesaplanmaktadır.

Aracı Kurumların Uzun Vadeli Finansal Yatırımları (Milyon TL)					
Finansal Araçlar	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Pay	432	396	-8.2%	63.9%	66.8%
Kamu Tahvil/Bono	5	0	-94.2%	0.8%	0.1%
Özel Sektör Tahvil/Bono	1	5	416.0%	0.2%	0.9%
Diğer	238	191	-19.8%	35.2%	32.2%
Toplam	677	593	-12.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KAYNAKLAR

Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların kaynaklarının %73'ünü kısa vadeli yükümlülükler, kalan bölümünü de özsermayeleri oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin payı %1'in altındadır.

Yükümlülükler

2015 yılı sonu itibarıyla 11,2 milyar TL olan kısa vadeli yükümlülüklerin %44'ünü kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu kalem ağırlıklı olarak Takasbank Para Piyasasına borçlardan oluşmaktadır. Takasbank Para Piyasasına borçlar geçen yıla göre yaklaşık 1 milyar TL azalarak 5,1 milyar TL olmuştur. Aynı hesaptaki çıkarılmış tahvil, bono ve senetler ise beş katına çıkarak 1,3 milyar TL'ye ulaşmış, kısa vadeli yükümlülüklerdeki en büyük ikinci kalem olmuştur. Bu dönemde 4 aracı kurum tahvil ihraç etmiş olmasına rağmen bu tutarın %95'ini bir aracı kurumun ihraçları oluşturmıştır. Banka kredileriyle 770 milyon TL azalarak 345 milyon TL'ye düşmüştür. Bu veriler aracı kurumların, banka kredilerinden alternatif borçlanma araçlarına yöneldiklerini göstermektedir.

Aracı kurum işlemlerinin detayına bakıldığında çeşitli kurumların para piyasası, borçlanma aracı ihracı veya banka kredisi yoluyla borçlanarak elde ettikleri kaynağı mevduatta değerlendirdikleri görülmektedir. Söz konusu işlemlerin önemli bir kısmı iki kurum tarafından yapılmakta olup, vadeli mevduatın %80'ini elinde tutan bu iki aracı kurum sektörün para piyasasına borçlarının da %84'ünü oluşturmaktadır.

Aracı kurumların ağırlıklı takasa ilişkin borçlarını içeren kısa vadeli ticari borçları 3,9 milyar TL olup, ticari alacaklardaki artışa paralel olarak 2014 sonuna göre %10 artış göstermiştir. Müşterilerin para piyasasından alacakları, müşterilere repo işlemlerinden doğan borçlar ile takastan alınıp müşteri hesaplarına yansıtılacak olan müşteri borçlarını yansıtan müşteri bakiyeleri, bu kalemin 1,9 milyar

Aracı Kurumların Kaynakları (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
	2014	2015	Değişim	2014	2015
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,395	11,180	-1.9%	75.3%	73.0%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7,517	6,806	-9.5%	49.7%	44.4%
Uzun Vadeli Borçlanmanın Kısa Vadeli Kısımları	1	2	142.0%	0.0%	0.0%
Diğer Finansal Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	19	20	5.7%	0.1%	0.1%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	3,576	3,926	9.8%	23.6%	25.6%
Diğer Borçlar (Kısa Vadeli)	90	155	71.8%	0.6%	1.0%
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	39	44	12.9%	0.3%	0.3%
Türev Araçlar	27	74	177.1%	0.2%	0.5%
Ertelenmiş Gelirler	0	3	1572.3%	0.0%	0.0%
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	21	23	9.4%	0.1%	0.1%
Kısa Vadeli Karşılıklar	68	96	40.6%	0.5%	0.6%
Diğer Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	37	31	-15.7%	0.2%	0.2%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	78	122	55.4%	0.5%	0.8%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5	16	238.2%	0.0%	0.1%
Ticari Borçlar (Uzun Vadeli)	0	0	3.5%	0.0%	0.0%
Diğer Borçlar (Uzun Vadeli)	1	4	357.5%	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Gelirler	0	11	4973.8%	0.0%	0.1%
Uzun Vadeli Karşılıklar	60	64	7.9%	0.4%	0.4%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	3	1	-56.4%	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10	25	158.1%	0.1%	0.2%
Diğer Yükümlülükler (Uzun Vadeli)	0	0	112.8%	0.0%	0.0%
Özkaynaklar	3,659	4,010	9.6%	24.2%	26.2%
Ödenmiş Sermaye	2,053	2,288	11.5%	13.6%	14.9%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	280	276	-1.6%	1.9%	1.8%
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	8	9	3.8%	0.1%	0.1%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	107	82	-23.7%	0.7%	0.5%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	470	535	13.8%	3.1%	3.5%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	368	388	5.4%	2.4%	2.5%
Net Dönem Kârı/Zararı	372	433	16.4%	2.5%	2.8%
TOPLAM KAYNAKLAR	15,132	15,312	1.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

TL'sini oluşturmaktadır. Aynı hesabın altında yer alan aracı kurumların Takasbank'a olan borçları yaklaşık 1,3 milyar TL'dir. Özetle, kısa vadeli ticari borçların 3,2 milyar TL gibi önemli bir kısmı, kurumların takas yükümlülüklerini yansıtmaktadır. Aracı kurumların varlıklarında takip edilen ta-kasa ilişkin alacakları (4,4 milyar TL) göz önünde bulundurulduğunda sektörün 2015 yılı sonu itibarıyla net 1,1 milyar TL civarında alacağı bulunmaktadır.

Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonlarına ilişkin yükümlülükleri ifade eden "türev araçlar", 74 milyon TL olup, bu kalem büyük ölçüde iki aracı kurumun bilançosunu yansıtmaktadır. Aracı kurumların aldıkları türev pozisyonundan kaynaklanan alacakları ise varlıklar bölümünde yazıldığı üzere 39 milyon TL'dir.

122 milyon TL olan uzun vadeli yükümlülüklerin en önemli kalemi, 64 milyon TL ile sektörün kıdem tazminatı gibi çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklarını içeren uzun vadeli karşılıklardır.

Özkaynaklar

Aracı kurumların özkaynakları önceki yıla kıyasla %10 artmış, 2015 sonu itibarıyla 4 milyar TL seviyesine ulaşarak toplam kaynakların %26'sını oluşturmuştur. Sektörün ödenmiş sermayesi 2,3 milyar TL iken, buna ilişkin enflasyon düzeltmesi farkları 276 milyon TL'dir.

Özkaynaklarda görülen artışta, aracı kurumların sermaye yeterliliğine ilişkin 1 Temmuz 2014'te yürürlüğe giren düzenleme etkili olmuştur. Düzenleme uyarınca aracı kurumlar aldıkları faaliyet izinlerine bağlı olarak "dar yetkili", "kısmi yetkili" ve "geniş yetkili" olarak gruplandırılmış, bu gruplardaki kurumların asgari özsermayesi sırasıyla 2.000.000 TL, 10.000.000 TL ve 25.000.000 TL olarak

belirlenmiştir. Geçiş için aracı kurumlara tanınan süre 1 Temmuz 2015'te sona ermiş, aracı kurumların yaptığı sermaye artırımları ağırlıklı olarak yılın ikinci çeyreğinden itibaren bilançolara yansımıştır. 2015 yılı içinde 11 aracı kurumun faaliyetini durdurması veya kapanması, sektör toplamındaki artışı sınırlamıştır.

Halka açık aracı kurumlardan ikisinde toplam 9 milyon TL pay senedi ihraç primi bulunmaktadır. 2015 sonu itibarıyla aracı kurum sektörünün yedekler ile geçmiş yıl kârlarının toplamı 900 milyon TL civarında olup, ilgili dönemdeki net kârı 433 milyon TL'dir.

GELİR TABLOSU ANALİZİ

Bu bölümde aracı kurumların gelir ve gider dağılımı incelendikten sonra sektörün kârlılığı değerlendirilecektir.

GELİR DAĞILIMI

Sektörün toplam esas faaliyet gelirleri 2015 yılında geçen yıla kıyasla %26 artarak 2 milyar TL'ye çıkmıştır.

Aracı kurumların en önemli gelir kaynağı, daha önceki yıllarda olduğu gibi aracılık gelirleridir. Kutu 2'de detayları açıklanan bu gelirler bir önceki yıla göre %30 artarak 1,3 milyar TL olmuştur. Pay senedi işlemlerinden elde edilen aracılık komisyon gelirlerinin payı gerilemeye devam edip %41'e inerken, kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerin toplam aracılık gelirlerindeki payı %45'e çıkmış, pay senedinin

önüne geçmiştir.

Aracı kurumların kendi portföylerine yaptıkları finansal araç alım satımından elde edilen kazançlar, 2014'e kıyasla %28 artarak 100 milyon TL'ye ulaşmıştır. Finansal araç bazında kurum portföyü kazançlarının detaylarına bakıldığında en büyük kazancın 63 milyon TL ile türev işlemlerinden elde edildiği görülmektedir. Bu gelirin %44'ü bir aracı kuruma aittir.

Aracı Kurumların Gelir Dağılımı (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Aracılık Gelirleri	1,017	1,319	29.7%	64.1%	65.8%
Kurum Portföyü Kâr/Zararları	78	100	28.4%	4.9%	5.0%
Kurumsal Finansman Gelirleri	136	170	25.0%	8.6%	8.5%
Varlık Yönetimi Gelirleri	48	50	3.8%	3.1%	2.5%
Diğer Gelirler	308	364	18.3%	19.4%	18.2%
Toplam	1,587	2,004	26.2%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KUTU 2: Aracı Kurumların Aracılık Gelirleri

2015 yılında pay piyasası işlemleri %17 artışla 2 trilyon TL olurken, pay işlemlerinden elde edilen komisyon gelirleri %9 artarak 541 milyon TL'ye çıkmıştır. Sektörün ortalama efektif pay senedi komisyon oranı 2014 yılında %0,031 iken, 2015 yılında %0,028 (yüzbinde 28)'e inmiştir. Söz konusu oran kurum portföyleri dışında müşterilere yapılan işlemlerin (1,9 trilyon TL), komisyon gelirlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Bu oranın yatırımcılardan tahsil edilen komisyon oranı olarak değil, aracı kuruma kalan pay olarak değerlendirilmesi gerekir.

Karşılaştırılan dönemde aracı kurum müşterilerinin borsadaki vadeli ve opsiyon işlem hacimleri %35 artarken (1,1 trilyon TL), bu işlemlerden elde edilen aracılık komisyonları %21 artışla 157 milyon TL olmuştur. Türev işlemlerinde hesaplanan efektif ortalama komisyon oranları, pay senetlerinin yaklaşık yarısı kadar olup, karşılaştırılan yıllarda %0,016'dan %0,014'e (yüzbinde 14) inmiştir.

Aracı kurumların kaldıraçlı işlemlerden elde ettiği gelirler, 2014'ten bu yana %60 artarak 599 milyon TL'ye ulaşmış, böylece pay senetlerini geçerek toplam aracılık gelirlerinin %45'ini oluşturmuştur. İşlem aracılığı yapan kurumlar da dahil olmak üzere 40 aracı kurumun gelir yarattığı bu işlemlerde yoğunlaşma yüksek olup, kaldıraçlı işlem gelirlerinin %45'ini üç aracı kurum üretmiştir. Bu üç kurumun aynı dönemde müşterilerle yapılan foreks işlemlerindeki payı ise %26'da kalmaktadır.

Aracılık Gelirleri* (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Pay Senedi	495	541	9.2%	48.7%	41.0%
Türev İşlem	130	157	21.1%	12.8%	11.9%
SGMK	16	21	31.4%	1.6%	1.6%
Yabancı Menkul Kıymet	3	1	-68.0%	0.2%	0.1%
Kaldıraçlı İşlem	374	599	60.4%	36.7%	45.4%
Toplam	1,017	1,319	29.7%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

*Komisyon iadeleri netleştirilmiştir.

Kutu 3'te detayları verilen aracı kurumların kurumsal finansman gelirleri 2015'te önceki yıla kıyasla %25 artarak 170 milyon TL olmuştur. Bu dönemde 31 aracı kurum kurumsal finansman faaliyetlerinden gelir elde ederken, bu gelirin %30'unu bir aracı kurum oluşturmuştur.

Karşılaştırılan yıllarda aracı kurumların yönetilen portföy büyüklüğünde sene sonu itibarıyla %76'lık bir azalış söz konusuken, varlık yönetim gelirleri %4 artarak 50 milyon TL'ye çıkmıştır. Portföy büyüklüğündeki bu azalma, faaliyet verileri analizinde değinildiği üzere, yeni düzenleme gereği aracı kurumların fonlarını portföy yönetim şirketlerine devretmesi veya tasfiye etmesin-

den kaynaklanmaktadır. Bu gelişmeyle beraber yatırım fonu yönetim komisyonu gelirleri %12 gerileyerek 22 milyon TL'ye inerken, yönetim komisyonu gelirlerindeki azalmanın büyük ölçüde 2016 yılında gelir tablolarına yansıtacağı düşünülmektedir. 2015 yılında yatırım fonu satış komisyonları ise %70 artarak 10 milyon TL'ye çıkmıştır.

Aracı kurumların diğer gelirleri iki yıl arasında 308 milyon TL'den 364 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu başlık altında en önemli gelir kaynağı aracı kurumların kredili menkul kıymet işlemlerinden elde ettikleri faiz gelirleri olup, karşılaştırılan yıllar arasında bu kalem %13 artarak 202 milyon TL'ye çıkmıştır.

KUTU: 3 Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri

En temel kurumsal finansman faaliyetlerinden biri halka arz işlemleri olup, yalnızca aracı kurumlar bu faaliyeti gerçekleştirebilmektedir. Halka arz gelirleri 2015'te %6 azalarak 93 milyon TL'ye inmiş, bu işlemlerden elde edilen gelirlerin önemli bir bölümü tahvil ihracından elde edilmiştir.

2015 yılında aracı kurumlar 11 adet şirket satın alma-birleşme projesi tamamlarken, bu işlemlerden 39 milyon TL gelir elde edilmiştir. Bu gelirin neredeyse tamamı tek bir aracı kuruma aittir. Kurumsal finansman gelirleri toplamda 2014'e göre %25 artarak 170 milyon TL olmuştur.

Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (Milyon TL)

	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Halka Arz	100	93	-6.4%	73.3%	54.9%
Şirket Satın Alma-Birleşme	13	39	200.7%	9.5%	22.8%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	2	3	66.8%	1.3%	1.7%
Diğer Danışmanlık	22	35	61.6%	16.0%	20.6%
Toplam	136	170	25.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

GİDER DAĞILIMI

Sektörün operasyonel giderleri 2015 yılında önceki yıla kıyasla %27 artarak 1,7 milyar TL'ye yükselmiştir.

Sektör giderlerinin %17'sini oluşturan pazarlama ve satış giderleri %70 oranında artarak 300 milyon TL olmuştur. Bu grupta yer alan, yurtiçi ve yurtdışındaki finansal araç işlemlerine ilişkin işlem payları ile takas ve saklama giderlerini temsil eden işlem payları bir önceki yıla göre

%41 artmış, 149 milyon TL'ye çıkmıştır. Pazarlama ve satış giderlerindeki 123 milyon TL'lik artışın üçte ikisini oluşturan diğer pazarlama giderlerini ise büyük ölçüde foreks ağırlıklı işlem yapan aracı kurumların reklam giderleri oluşturmaktadır.

Faaliyet giderlerinin yarısını çalışanlarla ilgili giderler oluşturmaktadır. Personel giderleri 2015 yılında %20

artışla 1,4 milyar 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 2014 yılında 5.533 iken, 2015 yılında 6.048'e çıkmıştır. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyeti hesaplanabilmektedir. 2014 yılında 10.520 TL olan bu tutar, 2015 yılında enflasyon oranının hafif üzerinde (%10) bir artış ile 11.517 TL'ye yükselmiştir.

Aracı Kurumların Gider Dağılımı (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	176	300	70.2%	13.0%	17.4%
İşlem Payları	105	149	41.4%	7.7%	8.7%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Gid.	71	151	113.1%	5.2%	8.8%
Genel Yönetim Giderleri	1,182	1,419	20.0%	87.0%	82.6%
Personel Giderleri	698	836	19.7%	51.4%	48.7%
Amortisman Giderleri	30	38	24.8%	2.2%	2.2%
İtfa Payları	4	6	47.2%	0.3%	0.4%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	9	10	19.0%	0.6%	0.6%
Komisyon ve Diğer Hizmet Gid.	40	45	12.4%	3.0%	2.6%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	64	85	33.7%	4.7%	4.9%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	337	398	18.2%	24.8%	23.2%
Toplam	1,358	1,718	26.5%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

KÂRLILIK

2015 yılında, özellikle kaldıraçlı işlemlerden elde edilen gelirlerin etkisiyle, toplam aracılık gelirleri bir önceki yıla göre %30 artmış ve 1,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Karşılaştırılan yıllarda, büyük ölçüde türev işlemlerden elde edilen gelirlerin etkisiyle, aracı kurumların kendi portföylerine yaptıkları finansal araç alım satımından elde edilen kazançlar %28 artarak 100 milyon TL olmuştur. Aracı kurumların kurumsal finansman gelirleri, geçen yıla göre %25 artarak 170 milyon TL'ye yükselmiştir. Aracı kurumlar varlık yönetimi ve kredili işlemler gibi diğer esas faaliyetlerinden de 414 milyon TL gelir elde etmiştir.

Sonuç olarak, aracı kurumların toplam gelirleri (tabloda Brüt Kâr/Zarar) bir önceki yıla göre 416 milyon TL (%26) artarak 2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sektörün pazarlama, genel yönetim ve araştırma giderleri ise karşılaştırılan

yıllarda %27 artarak 1,7 milyar TL'ye çıkmıştır. Diğer bir deyişle gelirlerdeki artış giderlerdeki artışın üstüne çıkmış ve faaliyet kârı %8 artarak 303 milyon TL olmuştur.

Gelir tablosunda bazı aracı kurumlar maddi duran varlık satışından elde ettikleri gelirleri yatırım faaliyetlerinden gelir/giderler içinde sınıflandırmıştır. Yatırım faaliyetlerinden 2014 yılında 8 milyon TL, 2015 yılında ise 39 milyon TL net kazanç yaratılmıştır. Bu tutarın büyük bir kısmı bir aracı kurumun bina satışı gelirinden oluşmaktadır. Böylece, finansman gideri öncesi faaliyet kârı, karşılaştırılan dönemde %19 artarak 351 milyon TL'ye çıkmıştır.

Öte yandan net finansman geliri 2014 yılında 157 milyon TL iken, 2015 yılında 182 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Sonuçta aracı kurumların 2014 yılında

Aracı Kurumların Gelir Tablosu (Milyon TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Satış Gelirleri	192,296	185,115	-3.7%	-	-
Satışların Maliyeti	-190,708	-183,111	-4.0%	-	-
BRÜT KÂR/ZARAR	1,587	2,004	26.2%	100.0%	100.0%
Pazar., Satış ve Dağıtım Giderleri	-176	-299	70.0%	-11.1%	-14.9%
Genel Yönetim Giderleri	-1,182	-1,419	20.0%	-74.5%	-70.8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-1	209.6%	0.0%	0.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	177	264	49.5%	11.1%	13.2%
Diğer Faaliyet Giderleri	-125	-246	97.3%	-7.9%	-12.3%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	281	303	7.9%	17.7%	15.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8	39	365.3%	0.5%	2.0%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-1	110.7%	0.0%	0.0%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	7	9	30.2%	0.4%	0.5%
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ FAAL. K/Z	296	351	18.5%	18.7%	17.5%
Finansman Gelirleri	779	788	1.2%	49.1%	39.3%
Finansman Giderleri	-622	-606	-2.5%	-39.2%	-30.3%
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ K/Z	453	532	17.6%	28.5%	26.6%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Gelir/Gideri	-83	-100	20.0%	-5.2%	-5.0%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-59	-89	51.9%	-3.7%	-4.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-24	-11	-56.3%	-1.5%	-0.5%
SÜRDÜRÜLEN FAAL. DÖNEM KÂRI/ZARARI	370	433	17.0%	23.3%	21.6%
Durdurulan Faal. Vergi Sonrası Dönem K/Z	2	0	-	0.1%	0.0%
DÖNEM KÂRI/ZARARI	372	433	16.4%	23.4%	21.6%

Kaynak: TSPB

453 milyon TL olan vergi öncesi kârı, 2015 yılında artan faaliyet kârı, yatırım faaliyetlerinden gelirler ve finansman gelirlerinin etkisiyle 532 milyon TL olmuştur.

Vergi giderleri düşüldüğünde 2015 yılında sektörün dönem kârı bir önceki yıla göre %16 artmış, 433 milyon TL'ye yükselmiştir.

Aracı Kurumların Kâr Dağılımı			
	2014	2015	Değişim
Kâr Eden Kurum Sayısı	56	52	-7.1%
Zarar Eden Kurum Sayısı	29	22	-24.1%
Toplam Kurum Sayısı	85	74	-12.9%
Kâr Toplamı (Milyon TL)	401	510	27.2%
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-29	-77	168.8%
Net Dönem Kârı (Milyon TL)	372	433	16.4%
Net Kâr/Toplam Gelirler	0.23	0.22	-7.8%

Kaynak: TSPB

Özsermayedeki artışa rağmen, yükselen kâr ile birlikte sektörün 2014 yılında %10,7 olan özsermaye kârlılık oranı, 2015'te %11,2'ye yükselmiştir. Sektörün pay

başına kazancı ise karşılaştırılan yıllar arasında 18 kuruştan 19 kuruşa çıkmıştır.

Özsermaye Kârlılık Oranı Ve Pay Başına Kazanç			
	2014	2015	Değişim
Net Dönem Kârı (Milyon TL)	372	433	16.4%
Ortalama Özsermaye (Milyon TL)	3,469	3,874	11.7%
Özsermaye Kârlılık Oranı	10.7%	11.2%	4.2%
Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	2,053	2,288	11.5%
Pay Başına Kazanç (TL)	0.18	0.19	4.4%

Kaynak: TSPB



PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN 2015 VERİLERİ

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen portföy büyüklüğü 2015 sonu itibariyle 100 milyar TL'yi aşmıştır. Artışta 2013 yılından itibaren devlet katkısıyla desteklenmeye başlanan bireysel emeklilik sistemine olan talebin artmasıyla, yönetilen emeklilik yatırım fonu büyüklüğündeki yükseliş etkili olmuştur.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı 2014 sonunda 615 iken 2015 sonunda bu sayı 698'e yükselmiştir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı 15'tir.

Yeni düzenleme ile uygulamaya konulan asgari sermaye gereksinimlerindeki artışla portföy yönetim şirketlerinin özsermayesi %25 büyümüştür. Bununla beraber 2015 sonu itibariyle sektörün toplam varlıkları 507 milyon TL'ye yükselmiştir. Net dönem kârı ise 2015 yılında bir önceki yıla göre %31 artmıştır.



Onur Saltürk
osaltturk@tspb.org.tr

Birliğimiz kuruluş yılı olan 2001 yılından itibaren aracı kurumlardan üçer aylık dönemlerle çeşitli faaliyet ve mali veriler derleyerek sektör analizi yapmaktadır. Yenilenen Sermaye Piyasası Kanunuyla, portföy yönetim şirketleri de 2013 yılından beri Birliğimizin üyeleri arasında yer almaya başlamıştır. Bu kapsamda 2015 yılında portföy yönetim şirketlerinden de çeşitli veriler derlenmeye başlanmıştır.

Bu çalışmamızda Birliğimizin portföy yönetim şirketlerinden topladığı 2015 yılına ait faaliyet ve finansal verileri önceki yıllara karşılaştırılarak analiz edilmiştir. 2014 yılında 40 portföy yönetim şirketinin verilerinin analiz edildiği çalışmamızda, artan şirket sayısına paralel olarak 2015 yılı sonu itibarıyla 46 kurum analize dahil edilmiştir.

PORTFÖY YÖNETİMİ FAALİYETLERİ

Portföy yönetim şirketleri, ana faaliyet konusu fon kurulumu ve yönetimi olan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu şirketler yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonlarının yönetiminin yanı sıra bireysel ve tüzel yatırımcılara özel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır.

2015 sonu itibarıyla verisi derlenen 46 şirketin 41'i portföy yönetimi hizmeti vermektedir. Diğer 5 şirket kuruluş aşamasında olup henüz portföy yönetim hizmeti vermeye başlamamıştır.

Yeni açılan kurumlarla, yatırım fonu yöneten şirketlerin sayısı 2014'te 31'den, 2015'te 36'ya çıkarken, aynı tarihte 33 şirket özel portföy yönetimi hizmeti ver-

mektedir. Emeklilik yatırım fonu yöneten kurum sayısı 2014'te 16 iken, 2015 yılında 20'ye ulaşmıştır.

Yönetilen portföy büyüklüğüne bakıldığında yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Nitekim 2015 sonu itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip şirketin toplam fon büyüklüğünün beşte birini yönettiği gözlenmektedir. Ayrıca, ilk 10 şirketin yönetilen toplam portföyün %88'ini yönettiği, geri kalan 31 şirketin ise toplam büyüklüğün sadece %12'sini yönettiği göze çarpmaktadır.

Aralık 2014'te portföy yönetim şirketlerince yönetilen portföy büyüklüğü 82 milyar TL iken, bu tutar 2015 sonu itibarıyla 100 milyar TL'yi aşmıştır. Artışta 2013 yılından itibaren devlet katkısıyla desteklenmeye başlanan bireysel emeklilik sistemine olan talebin artmasıyla, yönetilen emeklilik yatırım fonu büyüklüğündeki yükseliş etkili olmuştur.

Portföy yönetim şirketlerince yönetilen yatırım fonu sayısı Aralık 2014'te 356 iken bu sayı 2015 sonunda 396'ya çıkmıştır. Bununla beraber yönetilen yatırım

Sunulan Hizmetlere Göre Portföy Yönetim Şirketi Sayıları			
	2014	2015	Değişim
Yatırım Fonu	31	36	16%
Emeklilik Yatırım Fonu	16	20	25%
Özel Portföy Yönetimi	32	33	3%
Toplam	38	41	8%

Kaynak: TSPB

fonlarının büyüklüğü 2014'te 35 milyar TL'den 2015'te 41 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu durum, yeni düzenleme gereği aracı kurumların yönettikleri fonları 2015 yılı içinde portföy yönetim şirketlerine devretmesinden kaynaklanmaktadır. 2014'te 99 milyon TL civarında olan ortalama yatırım fonu portföy büyüklüğü 2015'da 103 milyon TL'ye erişmiştir.

Yönetilen Portföy Büyüklüğü Sıralaması (2015)		
Sıralama	Portföy Büyüklüğü Payı	Kümülatif Pay
1-10	88%	88%
11-20	10%	98%
21-41	2%	100%

Kaynak: TSPB

Yönetilen emeklilik yatırım fonu sayısı ise 2014 sonunda 242'den 2015 sonunda 250'ye yükselmiştir. Emeklilik yatırım fonu portföy büyüklüğü ise devlet teşvikinin

de etkisiyle karşılaştırılan dönemde 38 milyar TL'den 48 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu değişime paralel olarak, bir emeklilik yatırım fonunun ortalama portföy büyüklüğü %25 artışla 192 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Portföy yönetim şirketlerinin özel portföy yönetimi kapsamında hizmet verdiği bireysel yatırımcı sayısı 2014 sonunda 1.500 civarındayken 2015 sonuna gelindiğinde bu sayı 1.800 seviyelerine ulaşmıştır. Portföy yönetim şirketlerince yönetilen bireysel yatırımcıların portföy büyüklüğü 2015 sonunda 3,3 milyar TL'dir.

200 tüzel yatırımcı, portföy yönetim şirketlerinden özel portföy yönetimi hizmeti almaktadır. Tüzel yatırımcılara sunulan özel portföy yönetimi kapsamında yönetilen toplam meblağ bir önceki yıla göre, özellikle bir portföy yönetim şirketinin etkisiyle %35 artarak 9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Portföy Yönetim Şirketleri			
	2014	2015	Değişim
Yatırımcı Sayısı	2,277	2,686	16.6%
Yatırım Fonları	356	396	9.7%
Emeklilik Yatırım Fonları	242	250	1.6%
Özel Portföy Yönetimi	1,679	2,040	20.3%
Bireysel	1,499	1,840	22.0%
Tüzel	180	200	6.4%
Yönetilen Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	81,847	100,979	23.4%
Yatırım Fonları	35,234	40,628	15.3%
Emeklilik Yatırım Fonları	37,815	48,022	27.0%
Özel Portföy Yönetimi	8,798	12,329	40.1%
Bireysel	2,092	3,273	56.5%
Tüzel	6,706	9,057	35.1%
Ortalama Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)			
Yatırım Fonları	99	103	5.1%
Emeklilik Yatırım Fonları	156	192	25.0%
Özel Portföy Yönetimi	5	6	16.5%
Kurum Başı Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)			
Yatırım Fonları	1,137	1,129	2.5%
Emeklilik Yatırım Fonları	2,363	2,401	7.9%
Özel Portföy Yönetimi	275	374	40.1%

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı 2014 sonunda 615 iken 2015 sonunda bu sayı 698'e yükselmiştir. Kurum başına ortalama çalışan sayısı 15'tir.

Çalışan Sayısı		
	2014	2015
Kadın	229	266
Erkek	386	432
Toplam	615	698

Kaynak: TSPB

2015 sonu itibarıyla portföy yönetim şirketlerinde istihdam edilen çalışanların %38'i kadındır. 2014 yılına göre 1 puan arttığı gözlenmektedir.

En fazla çalışana sahip portföy yönetim şirketinde 2015 sonu itibarıyla 64 kişi istihdam edilmektedir. Sıralamadaki ilk 4 kurumda çalışanların %34'ü bulunurken, 28 portföy yönetim şirketinde 10 ya da daha az kişi istihdam edilmektedir.

Çalışanların Departman Dağılımı

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların departman dağılımı tabloda sunulmaktadır. Aralık 2015 itibarıyla fonları ve müşteri portföylerini yöneten portföy yöneticileri sektör çalışanlarının %30'unu oluşturmaktadır. Bu şirketlerde ortalama 5 portföy yöneticisi istihdam edilmektedir. Muhasebe, satın alma, operasyonel, idari ve mali işlemlerle ilgilenen çalışanların istihdam edildiği mali ve idari işler bölümünde çalışanların oranı ise %16 olup, her kurumda ilgili bölümde ortalama 3 çalışan bulunmaktadır.

Yurtiçi satış olarak tanımlanan departman, portföy yönetim şirketinde yurtiçi müşterilerle doğrudan ilgilenen kişilerden oluşmaktadır. 24 şirkette yer alan yurtiçi satış departmanında çalışanlar toplam personelin %12'si kadardır.

İlgili mevzuatta da belirtildiği gibi, portföy yönetim şirketleri, faaliyetlerini devam ettirmek için iç denetim, teftiş, fon hizmet birimi, araştırma ve risk yönetimi-minden sorumlu personeli bulundurmaktadır. Bununla

birlikte aynı mevzuat çerçevesinde bu hizmetleri dışarıdan da alabilmektedir. Buna bağlı olarak, portföy yönetim şirketlerinde bu departmanlarda ortalama 1-2 kişi istihdam edilmektedir.

Yönetilen fonlara ilişkin kayıtların ve ilgili raporların hazırlanmasından sorumlu olan fon hizmet birimindeki çalışanların toplamdaki payı %6 olup, 2015 Aralık itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin 24'ü bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir.

Yurtdışı satış ve pazarlama departmanı sadece bir kurumda bulunup, ilgili bölümlerde toplamda sadece 3 personel istihdam edilmektedir.

Araştırma departmanında çalışanlar toplam çalışanların yaklaşık %5'ini oluştururken, verisi derlenen şirketlerin yaklaşık yarısında bu birimlerde çalışan istihdam edilmektedir.

Çalışanların Departman Dağılımı				
	Çalışanların Dağılımı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2014	2015	2014	2015
Genel Müdür	6.0%	6.6%	1.0	1.0
Portföy Yönetimi	29.6%	29.8%	4.8	4.7
Mali ve İdari İşler	16.7%	16.3%	3.0	2.7
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	11.1%	11.6%	4.0	3.2
Yatırım Danışmanı	1.8%	2.7%	1.4	1.9
İç Denetim-Teftiş	7.6%	7.9%	1.6	1.6
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	6.5%	6.4%	2.0	2.0
Araştırma	4.9%	5.2%	1.7	1.7
Risk Yönetim	3.9%	3.6%	1.3	1.3
Bilgi İşlem	1.3%	1.4%	1.6	1.7
İnsan Kaynakları	0.7%	0.9%	1.3	1.5
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	0.3%	0.4%	2.0	3.0
Diğer	9.6%	7.2%	2.4	2.3

Kaynak: TSPB

Çalışanların Eğitim Durumu

Çalışanların Eğitim Durumu		
	2014	2015
Doktora	1.6%	1.3%
Yüksek Lisans	32.8%	33.0%
Lisans	55.1%	56.9%
Yüksek Okul	1.3%	1.1%
Lise	7.5%	5.9%
Ortaokul	1.0%	1.3%
İlkokul	0.7%	0.6%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumlarda olduğu gibi portföy yönetim şirketlerinde de eğitim düzeyinin genel iş gücüne göre yüksek olduğu görülmektedir. Sektörde genel olarak her 10 çalışandan 9'u en az lisans eğitimine sahiptir.

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların yarısından fazlası lisans, üçte biri de lisans üstü diplomaya sahiptir. Aralık 2015 itibarıyla doktora programını tamamlamış çalışan sayısı 9 olup, sektör çalışanlarının %1,3'ünü temsil etmektedir.

Portföy yönetim şirketinde çalışanların eğitim profili aracı kurum çalışanlarınınki ile karşılaştırıldığında, portföy yönetim şirketi çalışanlarının %33'ünün lisans üstü diploma sahibiyken bu oranın aracı kurumlarda %13 civarında kaldığı göze çarpmaktadır.

Çalışanların Yaş Dağılımı

Çalışanların Yaş Dağılımı		
	2014	2015
18-25	3.3%	4.2%
26-30	16.7%	15.9%
31-35	21.6%	20.8%
36-40	21.3%	18.1%
41-45	23.6%	24.5%
46-50	10.9%	13.3%
51-55	2.0%	2.1%
56-60	0.2%	0.6%
61+	0.5%	0.6%

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketi çalışanları yaş dağılımı bazında incelendiğinde çalışanların %63'nün 31-45 yaş aralığında olduğu görülmektedir. Bununla birlikte sektörde 2014'den itibaren 46-50 yaş arası grupta 2 puanlık bir artış gözlenmektedir.

2015 sonu itibarıyla 18-25 yaş arası grubun ağırlığının 1 puan artarak hafif yükseldiği anlaşılmaktadır.

Çalışanların İş Tecrübesi

Çalışanların İş Tecrübesi		
	2014	2015
0-2	10.2%	10.3%
3-5	8.3%	9.7%
6-10	23.3%	21.6%
11-15	16.9%	15.8%
16-20	25.4%	24.1%
21-25	12.4%	14.8%
26-30	3.3%	3.3%

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketi çalışanlarının yaklaşık %58'i 10 yıldan fazla tecrübeye sahip olup, aracı kurumlarla karşılaştırıldığında bu oranın daha yüksek olması dikkat çekmektedir.

Çalışanların Cinsiyeti

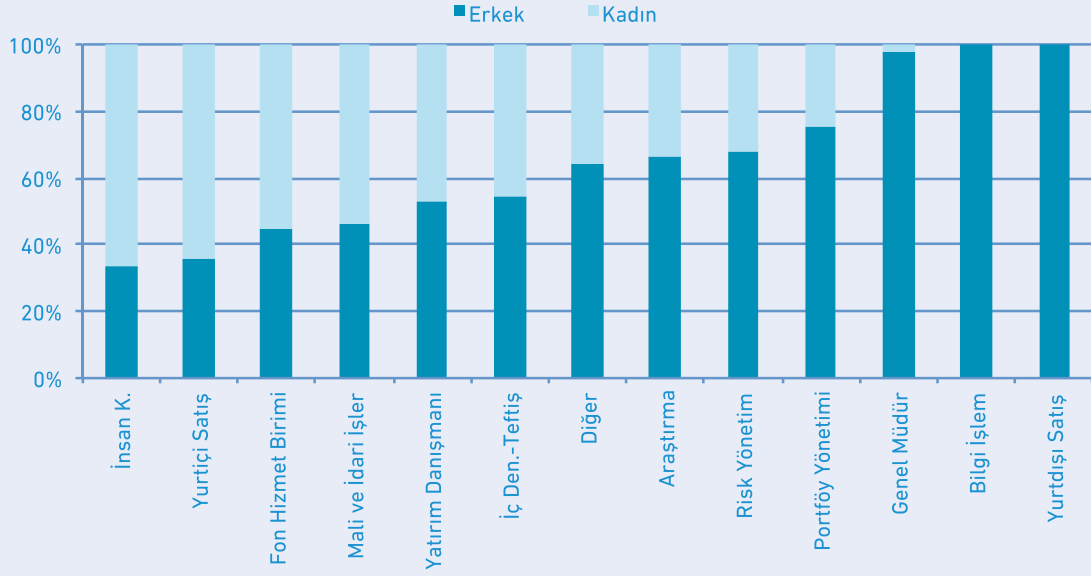
2014 yılı sonunda toplam çalışanların %37'sini oluşturan kadınların payı yıl içerisinde fazla bir değişiklik göstermemiş, 2015 yılı sonunda %38 olarak gerçekleşmiştir.

Cinsiyete göre departman dağılımı, yalnızca 4 şirkette yer alan insan kaynakları departmanı %67 ile kadınların en yoğun istihdam edildiği bölümdür. Yurtiçi satış bölümünde

çalışanların %64'ü ve fon hizmet biriminde çalışanların %36'sı kadındır. Verisi derlenen 46 portföy yönetim şirketinin yalnızca 1'inin genel müdürü kadındır.

Cinsiyete göre eğitim dağılımına bakıldığında, kadınların %63 erkeklerin ise %53'ünün 4 yıllık üniversite mezunu olduğu görülmektedir. Erkek çalışanlarda yüksek lisans ve

Cinsiyete Göre Departman Dağılımı, 2015



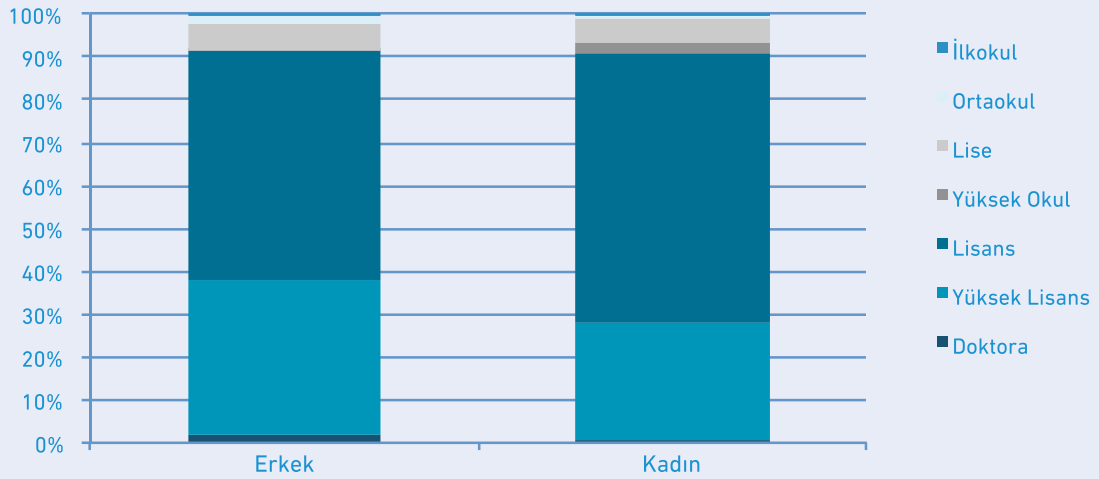
Kaynak: TSPB

üstü diplomaya sahip olanların payı (%38), kadınlara (%27) kıyasla daha yüksektir.

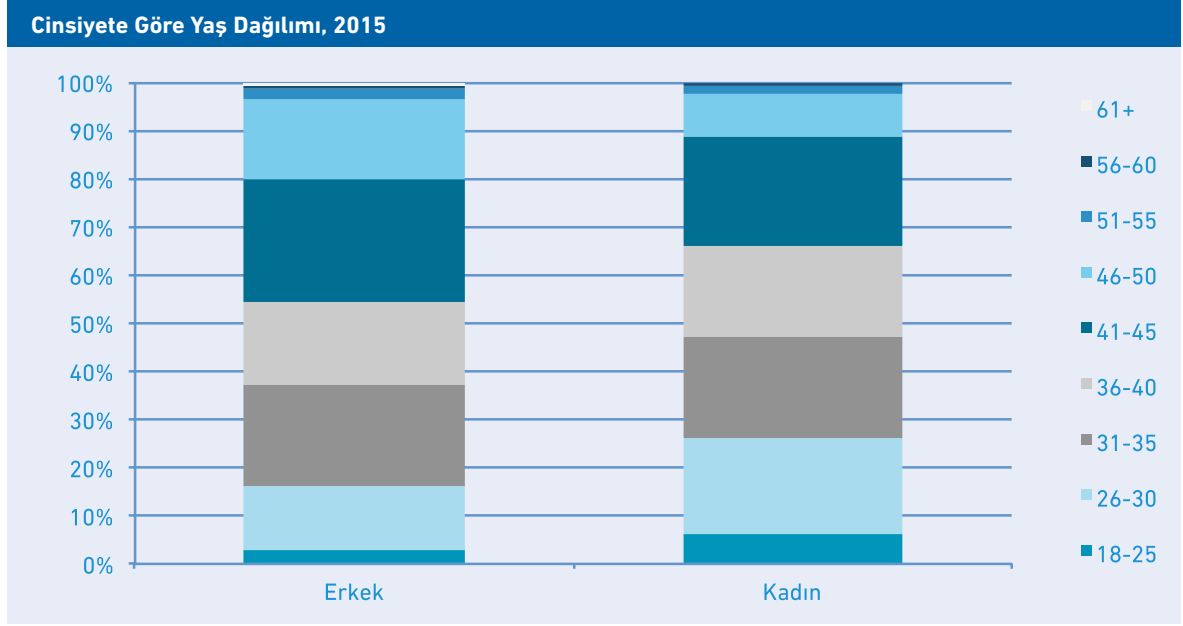
Yaş gruplarının cinsiyete göre dağılımı, sektördeki kadınların yaş ortalamasının erkeklerden daha düşük

olduğunu göstermektedir. Kadın çalışanların %47'si 35 yaş ve altı grupta yer alırken, erkek çalışanlarda bu oran %37'de kalmaktadır. Kadın çalışanların yalnızca %11'i 45 yaş üzerindiyken, erkek çalışanların da %20'si 45 yaş üzerindedir.

Cinsiyete Göre Eğitim Dağılımı, 2015



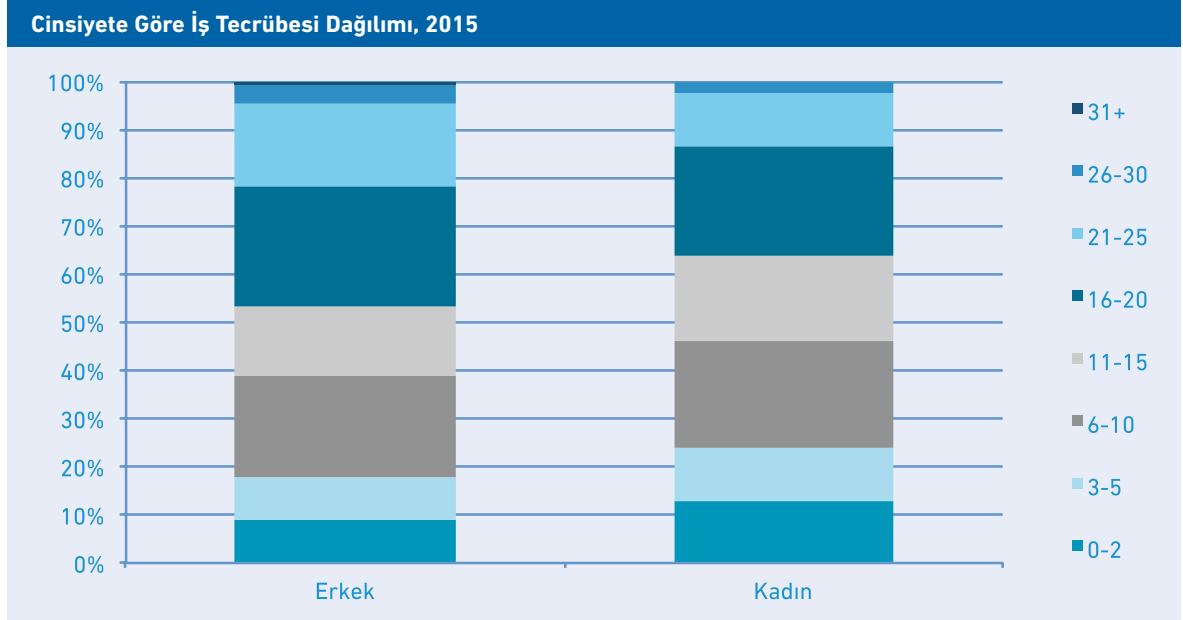
Kaynak: TSPB



Kaynak: TSPB

Cinsiyete göre iş tecrübesi dağılımları da, yukarıdaki verilere paralel olarak, iş tecrübesi arttıkça kadınların ağırlığının azaldığını göstermektedir. Kadın çalışanların %36'sı, erkeklerin ise %47'si 16 yıl üstü deneyime sahiptir.

Yaş ve iş tecrübesinin yönetim kademeleri ile doğru orantılı olduğu düşünülürse, üst kademelerde kadınların daha az temsil edildiği tahmin edilmektedir.



Kaynak: TSPB

FİNANSAL VERİLER

Bir önceki bölümde faaliyetleri incelenen portföy yönetim şirketlerinin finansal verileri bu bölümde değerlendirilmektedir.

Bilanço Analizi

2015 sonu itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 507 milyon TL olup, 2014 sonuna göre %24 artmıştır. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %93'ü dönen varlıklardır.

Finansal durum tablosunun pasif tarafında ise özkaynaklar en önemli kalem olup, 2015 sonunda toplam bilançonun %90'ını oluşturmaktadır.

Özet Bilanço (Bin TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Dönen Varlıklar	373,335	472,373	26.5%	91.0%	93.2%
Duran Varlıklar	36,984	34,396	-7.0%	9.0%	6.8%
Toplam Varlıklar	410,319	506,769	23.5%	100.0%	100.0%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	40,116	44,652	11.3%	9.8%	8.8%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,538	6,187	11.7%	1.3%	1.2%
Özkaynaklar	364,664	455,929	25.0%	88.9%	90.0%
Toplam Kaynaklar	410,319	506,769	23.5%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Varlıklar

2015 sonu itibarıyla toplam varlıkları 507 milyon TL olan sektörde yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Toplam varlıkların %48'ini ilk 4 büyük portföy yönetim şirketinin oluşturduğu ve sektörel yoğunlaşmanın incelenen yıllarda arttığı dikkat çekmektedir. Nitekim, 2014 sonunda ilk dört büyük şirket toplam varlıkların %46'sını oluşturmakta idi.

Sektördeki toplam varlıkların %62'sini nakit ve nakit benzeri varlıklar oluşturmaktadır. Bu kalemde portföy yönetim şirketlerinin ağırlıklı olarak vadeli mevduat ile ters repo alacakları bulunmaktadır.

Dönen varlıkların bir diğer önemli kalemi bilançoda %19 paya sahip olan finansal yatırımlar olup, bu kalemde özel sektör tahvilleri, yatırım fonları ve hisse senetleri önemli yer tutmaktadır.

2015 sonu itibarıyla 34 milyon TL civarında olan duran varlıkların en önemli kalemleri uzun vadeli finansal yatırımlar ile maddi duran varlıklardır.

Varlıklar (Bin TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
	2014	2015	Değişim	2014	2015
DÖNEN VARLIKLAR	373,335	472,373	26.5%	91.0%	93.2%
Nakit ve Nakit Benzerleri	252,233	315,117	24.9%	61.5%	62.2%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	72,936	96,496	32.3%	17.8%	19.0%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	42,036	54,899	30.6%	10.2%	10.8%
Diğer Alacaklar (Kısa Vadeli)	1,939	556	-71.3%	0.5%	0.1%
Türev Araçlar	103	0	-	0.0%	0.0%
Peşin Ödenmiş Giderler	2,370	3,692	55.8%	0.6%	0.7%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1,156	555	-52.0%	0.3%	0.1%
Diğer Dönen Varlıklar	563	1,058	87.8%	0.1%	0.2%
DURAN VARLIKLAR	36,984	34,396	-7.0%	9.0%	6.8%
Ticari Alacaklar (Uzun Vadeli)	5	2	-51.9%	0.0%	0.0%
Diğer Alacaklar (Uzun Vadeli)	461	419	-9.1%	0.1%	0.1%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	11,752	10,624	-9.6%	2.9%	2.1%
Maddi Duran Varlıklar	12,131	10,896	-10.2%	3.0%	2.2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,868	5,591	14.9%	1.2%	1.1%
Peşin Ödenmiş Giderler	10	15	45.1%	0.0%	0.0%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	6,965	6,037	-13.3%	1.7%	1.2%
Diğer Duran Varlıklar	792	813	2.6%	0.2%	0.2%
TOPLAM VARLIKLAR	410,319	506,769	23.5%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Kaynaklar

Likit bir aktif yapısına sahip portföy yönetim şirketlerinin kaynaklarının %90'ını özsermayeleri oluştururken, kalan bölümü de kısa vadeli yükümlülükler oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin payı ise %1 civarındadır.

2015 sonu itibarıyla 45 milyon TL seviyesinde bulunan kısa vadeli yükümlülüklerde kısa vadeli ticari borçlar ile dönem karı vergi yükümlülüğü önemli yer tutmaktadır.

2015 sonunda 6 milyon TL civarındaki uzun vadeli yükümlülüklerin önemli bir kısmı kıdem tazminatı gibi çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar oluşturmaktadır.

2015 sonunda sektör bilançosunun %90'ını oluşturan özkaynaklar 456 milyon TL'dir. Karşılaştırılan dönemlerde özkaynaklarda yaşanan %25'lik yükselişte yeni düzenleme ile uygulamaya konulan asgari sermaye gereksinimlerindeki artış etkili olmuştur. Özkaynakların 280 milyon TL'si ödenmiş sermaye olup, buna ilişkin enflasyon düzeltmesi farkı 11 milyon TL'dir. 2015 sonu itibarıyla, sektörün yedekleri 67 milyon TL iken geçmiş yıl kârı 10 milyon TL'den 1 milyon TL'ye inmiştir. Bu değişim bazı şirketlerin bu büyüklüklerini ödenmiş sermayelerine aktarmalarından kaynaklanmaktadır. Sektörün 2015 yılında toplam kârı 91 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Yükümlülükleri (Bin TL)					
	2014	2015	Değişim	Dağılım	
	2014	2015	Değişim	2014	2015
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	40,116	44,652	11.3%	9.8%	8.8%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	265	405	52.5%	0.1%	0.1%
Uzun Vadeli Borçlanmanın Kısa Vadeli Kısımları	0	0	-	0.0%	0.0%
Diğer Finansal Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	72	10	-85.9%	0.0%	0.0%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	3,824	6,132	60.3%	0.9%	1.2%
Diğer Borçlar (Kısa Vadeli)	6,063	4,414	-27.2%	1.5%	0.9%
Çalışanlara Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	6,939	6,771	-2.4%	1.7%	1.3%
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	8,334	8,810	5.7%	2.0%	1.7%
Kısa Vadeli Karşılıklar	12,553	13,949	11.1%	3.1%	2.8%
Diğer Yükümlülükler (Kısa Vadeli)	2,064	4,162	101.6%	0.5%	0.8%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	5,538	6,187	11.7%	1.3%	1.2%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	42	0	-	0.0%	0.0%
Ticari Borçlar (Uzun Vadeli)	4	0	-	0.0%	0.0%
Diğer Borçlar (Uzun Vadeli)	17	26	55.6%	0.0%	0.0%
Uzun Vadeli Karşılıklar	4,746	4,887	3.0%	1.2%	1.0%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	341	14	-96.0%	0.1%	0.0%
Diğer Yükümlülükler (Uzun Vadeli)	388	1,260	225.1%	0.1%	0.2%
ÖZKAYNAKLAR	364,664	455,929	25.0%	88.9%	90.0%
Ödenmiş Sermaye	206,024	279,919	35.9%	50.2%	55.2%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10,246	11,173	9.0%	2.5%	2.2%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	6,281	5,281	-15.9%	1.5%	1.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	878	417	-52.5%	0.2%	0.1%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	61,698	67,379	9.2%	15.0%	13.3%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	10,038	1,006	-90.0%	2.4%	0.2%
Net Dönem Kârı/Zararı	69,500	90,755	30.6%	16.9%	17.9%
TOPLAM KAYNAKLAR	410,319	506,769	23.5%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

Gelir Tablosu Analizi

Bu bölümde portföy yönetim şirketlerinin özet gelir tablosuna ilişkin toplulaştırılmış sayısal değerler sunulurken, bazı gelir kalemlerine ilişkin detaylar ele alınacaktır.

Tabloda yer alan satış gelirleri kaleminde sektörün portföy yönetim faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin

yanı sıra, kurum portföyü işlemlerine ilişkin satışları da yer almaktadır. Bu kalem artan portföy büyüklüklerine paralel olarak 2015 sonunda %35 artarak 427 milyon TL olmuştur. Kurum portföyüne yapılan menkul kıymet satışlarının maliyeti de aynı dönemde 131 milyon TL civarındadır.

Sonuçta, sektörün brüt kârı 2014'e göre 2015 yılında %29 artarak 296 milyon TL olmuştur. Portföy şirketlerinin esas faaliyet gelirleri Kutu 1'de detaylandırılmıştır.

Sektörün genel yönetim giderleri geçen yıla göre %27 oranında artarak 216 milyon TL'ye yükselmiştir. 2014'te giderlerin %65'ini oluşturan personel giderlerinin payı 2015'te 5 puan düşerek %60'a gerilemiştir. Bu giderlere ücretlerin yanı sıra servis, yemek, özel sağlık sigortası gibi yan ödeme ve giderler de dâhildir.

Sektörde ortalama çalışan sayısı 2014'te 590 iken, 2015 sonunda 648 olmuştur. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyetlerini hesaplamak mümkündür. 2014 yılında 15.478 TL olan bu tutar, enflasyon artışına paralel olarak 2015 yılında 16.738 TL'ye yükselmiştir.

Portföy yönetim şirketleri mevduat, hisse senedi, yatırım fonu, tahvil ve bono gibi finansal işlemlerinden elde ettikleri net gelirleri; diğer faaliyet gelir ve giderleri, yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelir ve giderler ile finansman gelir ve giderleri kalemlerinde takip etmektedir. Bu kalemler birlikte ele alındığında 2015 yılında sektörün yaklaşık 43 milyon TL net finansal gelir sağladığını söylemek mümkündür.

Özetle, portföy yönetimi gibi esas faaliyetlerinden 296 milyon TL, finansal yatırımlarından da net 43 milyon TL gelir sağlayan sektörün giderleri 222 milyon TL civarında olup, 2015 sonunda vergi öncesi kârı 117 milyon TL'dir. Vergi giderleri düşürüldüğünde sektörün net kârı 91 milyon TL olmuştur.

Portföy yönetim şirketlerinin kâr dağılımına bakıldığında, 2015'te 19 portföy yönetim şirketi kâr ederken, 27'sinin zarar ettiği görülmektedir. Net kârın

Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (Bin TL)

	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Satış Gelirleri (net)	317,202	427,456	34.8%	-	-
Satışların Maliyeti (-)	-87,220	-131,456	50.7%	-	-
BRÜT KÂR/ZARAR	229,982	296,000	28.7%	100.0%	100.0%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-3,379	-4,008	18.6%	-1.5%	-1.4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-169,700	-216,464	27.6%	-73.8%	-73.1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-65	-5	-92.8%	0.0%	0.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	9,305	13,928	49.7%	4.0%	4.7%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1,157	-1,633	41.1%	-0.5%	-0.6%
FAALİYET KÂRİ/ZARARI	64,986	87,818	35.1%	28.3%	29.7%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	12,736	15,056	18.2%	5.5%	5.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1,889	-3,402	80.1%	-0.8%	-1.1%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂR VE ZARAR	75,832	99,472	31.2%	33.0%	33.6%
Finansman Gelirleri	20,766	19,152	-7.8%	9.0%	6.5%
Finansman Giderleri (-)	-6,992	-1,349	-80.7%	-3.0%	-0.5%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	89,606	117,276	30.9%	39.0%	39.6%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Gelir/Gideri	-20,106	-26,522	31.9%	-8.7%	-9.0%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-22,179	-26,750	20.6%	-9.6%	-9.0%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	2,073	228	-89.0%	0.9%	0.1%
DÖNEM KÂRİ/ZARARI	69,500	90,755	30.6%	30.2%	30.7%

Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketlerinin Kâr Dağılımı			
	2014	2015	Değişim
Kâr Eden Kurum Sayısı	24	19	-21%
Zarar Eden Kurum Sayısı	16	27	69%
Toplam Kurum Sayısı	40	46	15%
Kâr Toplamı (Bin TL)	85,037	107,388	26%
Zarar Toplamı (Bin TL)	-15,537	-16,634	7%
Net Dönem Kârı	69,500	90,755	31%
Brüt Kar Marjı	30%	31%	1%

Kaynak: TSPB

brüt kâra bölünmesiyle hesaplanan kârlılık 2014'e göre oranla 1 puan artarak %31 seviyesine ulaşmıştır. 2015 yılında net dönem kârı bir önceki döneme göre %31 artmış, bununla beraber sektörün ortalama özsermayesi, yükseltilebilir asgari sermaye tutarlarının da etkisiyle aynı dönemde %25 artış göstermiştir. Net dönem kârındaki artışın ortalama özsermaye artışının

önünde olması dolayısıyla sektörün özsermaye kârlılık oranı %22'den %23'e yükselmiştir.

Karşılaştırılan dönemlerde ödenmiş sermayedeki artış sebebiyle, hisse başına kazanç ise 0,34 TL'den 0,32 TL'ye gerilemiştir.

Özsermaye Kârlılık Oranı ve Hisse Başına Kazanç (Bin TL)			
	2014	2015	Değişim
Net Dönem Kârı (Bin TL)	69,500	90,755	30.6%
Ortalama Özsermaye (Bin TL)	320,131	399,160	24.7%
Özsermaye Kârlılık Oranı	21.7%	22.7%	4.7%
Ödenmiş Sermaye (Bin TL)	206,024	279,919	35.9%
Hisse Başına Kazanç (TL)	0.34	0.32	-3.9%

Kaynak: TSPB

Kutu 1: Portföy Yönetim Şirketleri Esas Faaliyet Gelirleri

Portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirlerini portföy yönetiminden elde edilen komisyonlar, yatırım danışmanlığı gelirleri ve yatırım fonu satış gelirleri olarak 3 başlık altında toplamak mümkündür.

Sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetiminden elde edilmektedir. 2015 sonunda bu gelirler bir önceki yılın aynı dönemine göre %27 artarak 290 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Portföy yönetim gelirlerinin alt kırılımına bakıldığında, en fazla yönetim gelirlerinin yatırım fonlarından elde edildiği ve yatırım fonları yönetiminden elde edilen gelirlerin toplam gelirin %60'ını oluşturduğu görülmektedir. 2015 sonu itibarıyla portföy yönetim şirketlerince yönetilen toplam fon büyüklüğü 101 milyar TL olup, yatırım fonu yönetiminden sektör 2015 sonu itibarıyla 177 milyon TL gelir yaratmıştır.

Derlenen veriler kullanılarak yönetim ücretlerine ilişkin basit bir hesaplama yapmak mümkündür. Ortalama yönetim ücreti oranı, yönetim ücretlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle hesaplanabilir. 2015 sonu itibariyle son bir yılda yönetilen ortalama fon portföy büyüklüğü 38 milyar TL olarak hesaplanmaktadır. Aynı dönemde bu işlemlerden toplam 177 milyon TL gelir yaratılmıştır. Ortalama yıllık yatırım fonu yönetim ücreti oranı %0,46 olarak hesaplanmaktadır. Öte yandan, bu oranın yatırımcılardan tahsil edilen efektif yönetim ücreti oranı olarak değil, portföy yönetim şirketine kalan pay olarak değerlendirilmesi gerekir. Bu anlamda, mevcut durumda yatırım fonlarında ortalama fon yönetim ücretinin %1-%3 arasında olduğu göz önünde bulundurulduğunda, müşterilere yansıtılan fon yönetim ücretlerinin düşük bir payının portföy yönetim şirketlerine kaldığı görülmektedir.

Emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler bir diğer önemli kalem olup, 2015'te 91 milyon TL'lik gelir yaratılmıştır. Bir önceki yılın aynı dönemine göre bu gelirler %33 artmıştır. 2015 sonu itibariyle yönetilen emeklilik yatırım fonu büyüklüğü 48 milyar TL ile yatırım fonu büyüklüğünün üstünde yer alırken, bu dönemde elde edilen emeklilik yatırım fonu yönetim gelirleri, diğer fon yönetim gelirlerinin gerisinde kalmıştır. Yatırım fonlarına benzer şekilde hesaplanan ortalama yıllık emeklilik yatırım fonu yönetim ücreti oranı 2015 sonu itibariyle %0,22 olup, bu rakam yatırım fonlarındaki oranın yarısından azdır.

2015'te portföy yönetim şirketlerinin özel portföy yönetimi hizmeti alan bireylerden elde ettiği gelirler 10 milyon TL, aynı hizmeti alan kurumlardan elde ettiği gelirler ise 12 milyon TL civarında olmuştur. Ortalama yıllık özel portföy yönetim ücreti oranı da %0,21 olarak hesaplanmaktadır.

Yatırım danışmanlığı, portföy yönetim şirketlerinin bir diğer faaliyet alanı olup, 2015 sonu itibariyle 9 şirket bu işlemlerden 4 milyon TL civarında gelir elde etmiştir. Yatırım fonlarının satışlarına aracılık işlemi bir diğer faaliyet alanı olup, şirketlerin bu işlemlerden elde ettiği gelirler hayli sınırlıdır.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Esas Faaliyet Gelirleri (Bin TL)

	2014	2015	Değişim	Dağılım	
				2014	2015
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	227,794	290,213	27.4%	98.6%	98.7%
Yatırım Fonları	134,026	176,716	31.9%	58.0%	60.1%
Emeklilik Yatırım Fonları	68,594	91,002	32.7%	29.7%	30.9%
Özel Portföy Yönetimi	25,174	22,495	-10.6%	10.9%	7.6%
Bireysel	10,461	10,304	-1.5%	4.5%	3.5%
Tüzel	14,713	12,191	-17.1%	6.4%	4.1%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	3,228	3,924	21.6%	1.4%	1.3%
Yat. Fonları Paz. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.2	-	0.0%	0.0%
Toplam	231,022	294,137	27.3%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

YEREL YÖNETİMLERİN BORÇLANMA ARAÇLARI

Günümüzde nüfusun yarısı şehirlerde yaşamaktayken, artan şehirleşme oranları ile 2050 yılı itibarıyla dünya nüfusunun üçte ikisinin şehirlerde yaşaması beklenmektedir. Şehirleşme ve şehirlerde yaşayan nüfusun hizmetlere olan ihtiyacı büyük altyapı projelerine olan talebi arttırmaktadır.

Bu yatırımlar için yerel yönetim tahvilleri mahalli idarelerin finansmanına alternatif sunarken sermaye piyasalarının gelişmesine de katkıda bulunmaktadır.



Mustafa Özer
mozer@tspb.org.tr

YEREL YÖNETİMLERİN BORÇLANMA ARAÇLARI

Günümüzde nüfusun %54'ü şehirlerde yaşamaktayken, artan şehirleşme oranları karşısında 2050 yılı itibariyle dünya nüfusunun %66'sının şehirlerde yaşaması beklenmektedir. Artan şehirleşme ve şehirlerde yaşayan nüfusun hizmetlere olan ihtiyacı büyük altyapı projelerine olan talebi arttırmaktadır. Şehirlerden gelen bu artan talep karşısında merkezi yönetimler finansman bulmakta zorlanmaktadır. Öte yandan yerel yönetimlerde yerinden yönetim anlayışının giderek benimsenmesi ve gelişmiş ülkelerdeki finansal açıdan merkezîyetçilikten uzaklaşma (fiscal decentralisation) trendi ile birlikte yerel yönetimler giderek bağımsızlaşmaktadır.

Faaliyet ve finansal anlamda bağımsızlaşan yerel yönetimler, yatırımlarını finanse edebilmek için finansal ürünlere başvurmaktadır. Mahalli idarelerin altyapı projelerinin finansmanında bankalardan alınan borçlar 20. yüzyıldaki baskın yöntem olmak ile birlikte yerel yönetimlerin finansmanında banka kredileri ağırlığını günümüzde de korumaktadır. Ancak özellikle Kuzey Amerika'da ve Kuzey Avrupa ülkelerinde kullanılan yerel yönetim tahvil-

leri, proje finansmanına uzun vadeli alternatif bir fonlama metodudur. Yerel yönetim tahvilleri, yerel yönetimler tarafından ihraç edilebilmekte, bazı ülkelerde ise yerel yönetim fonlama ajansları tarafından yapılan ortak ihraçlara rastlanmaktadır. Vade süresi bir yıldan az olan bonoların yanında, vadesi kırk yılı bulan uzun vadeli borçlanma senetleri de mevcuttur.

Yerel yönetim tahvilleri yerel yönetim finansmanına bankacılık sektörünün yanında alternatif sunarken ayrıca sermaye piyasalarının gelişmesine de katkıda bulunmaktadır. Yanı sıra, mahalli idarelerin mali disiplini geliştirerek yerel yönetişime de yardımcı olmaktadır. Belediye borçlanma araçları ihraççıya finansman sağlarken; düşük temerrüt oranları ve bazı uygulamalarda olduğu gibi vergi avantajı ile yatırımcıların ilgisini çekmektedir.

Makalemizde belediye borçlanma aracının ilk ortaya çıktığı ve yoğun bir şekilde kullanıldığı Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere farklı ülkelerdeki uygulamalar incelenecektir.

Faaliyet ve finansal anlamda bağımsızlaşan yerel yönetimler, yatırımlarını finanse edebilmek için sermaye piyasasına da başvurmaktadır.

I. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ

Yerel yönetimler finansal kaynağa olan ihtiyaçlarını büyük çoğunlukla merkezi yönetimin sağladığı bütçe içerisinde giderirken, artan finansman ihtiyacı ile birlikte bankalardan borçlanma yoluna gitmiştir. Sermaye piyasası aracılığıyla yerel yönetimlerin (ihraççıların), yatırımcılara borç aldıkları para karşılığında anapara ve faiz ödemesi taahhütünü içeren menkul kıymet olan yerel yönetim tahvili ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde 1812 yılında New York Eyaleti'ndeki Erie Kanalı'nın yapımını finanse etmek üzere ihraç edilmiştir. 19. yüzyıl içerisinde ABD'nin orta batı ve batı yakasında yeni yerleşim merkezlerinin açılması yerel borçlanma kâğıtlarına talebi artırmış ve yerel yönetim borçlanma araçlarının piyasası yıllar içinde büyümüştür.

Tarihsel sürece bakıldığında Büyük Buhran zamanında da yerel yönetim tahvilleri yerel yönetimlerce tercih edilen alternatif bir finansman aracı olmuştur. Örneğin, yapım onayı 1928'de verilen ancak Büyük Buhran zamanında merkezi bütçeden fonlanamayan San Francisco Golden

Gate Köprüsü için 35 milyon \$ değerinde 40 yıllık tahvil ihraç edilmiş ve krize rağmen bu tahvil yatırımcılar tarafından talep görmüş, köprü inşası tahvil ihracı sayesinde tamamlanmıştır.

Yıllar içerisinde giderek gelişen yerel yönetim borçlanma araçları piyasasında bazı yerel yönetimlerin borçlarını ödeyememelerine karşın, yerel yönetim tahvil sigortacılığı uygulanmaya başlanmıştır. Belediye tahvil sigortası ilk olarak MGIC Investment Corporation tarafından 1971 yılında ABD'nin Alaska eyaletinde Medical Arts Building'in yapılması için ihraç edilen 650.000 \$'lık tahvilde kullanılmıştır. 1975 yılında belediye tahvillerin en büyük ihraççısı konumundaki New York City belediyesinin borcunu geri ödememesi ile birlikte "monoline" adı verilen ve belediye tahvillerini sigortalayan şirketlerin hizmetlerine büyük bir talep artışı yaşanmıştır. Belediye tahvilleri geçtiğimiz 40 yıl içerisinde sigorta şirketlerinin ve artan altyapı yatırımlarının da etkisiyle giderek yaygınlaşmıştır.

Kutu 1: ABD'de Yerel Yönetim Birimleri

Amerika Birleşik Devletleri'nde federal yönetim yapısı mevcuttur. Anayasanın genel kurallarını ihlal etmedikçe yerel yönetimler kendi düzenlemelerini yapabilmektedir. ABD'deki en büyük yerel yönetim birimi olan eyaletlerin sayısı 50 olup, eyaletler kamu düzeni ve güvenliğini korumak, eyalet sınırları içerisinde ticareti düzenlemek, eyalet seçimlerini gerçekleştirmek ruhsat vermek gibi alanlardan sorumludur. Gelir vergisi, satış vergisi, kurumlar vergisi ve federal hükümetten fon transferi ile çalışmalarını finanse edebilir ve borçlanma araçları ihraç edebilir.

İller (county) eyalet sınırları içerisindeki en büyük yerel yönetim birimi olan, okulların, sosyal tesislerin, yolların ve köprülerin yapımından sorumludur. İller altyapı yatırımlarının finansmanı için emlak vergisi toplayabilmektedir. Ayrıca bankalardan kredi kullanabilmekte iller tahvil ihraç edebilmektedir.

Türkçe'de belediye olarak karşılık bulan "municipality" yerel yönetim birimi, bazı eyaletlerde town, city ve village gibi isimlerle de anılmaktadır. Küçük yerleşim birimlerinin ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak kurulmuş yerel yönetim birimleridir. Vergilendirme, kredi alma ve tahvil ihraç etme yetkisine sahiptir.

Yukarıda bahsi geçen üç yerel yönetim birimleri belli ölçüde genel amaçlı yerel yönetim birimleridir. ABD'de district adı verilen ve özel amaca hizmet eden yerel yönetim birimleri de mevcuttur. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde ilk, orta ve yükseköğrenim genellikle okul bölgesi adı verilen ve yerel yönetim birimlerince yürütülmektedir. Bu özel yerel yönetim birimleri "okulların bakım ve idaresi için vergileme ve yönetme gücüne

sahip sınırlı bir coğrafi bölge” olarak tanımlanmaktadır. Özel amaçlı yönetim bölgeleri tek bir görevi olan, eyaletin sınırlı bir bölgesinde belirli tek bir kamu hizmetinin sağlanması amacıyla kurulmuş yerel yönetim birimleridir. Bu bölgeler federal ve eyalet bütçesinden fon transferi alabilir ve kendini finanse etmek için yerel yönetim borçlanma araçları çıkartabilir.

A. YEREL YÖNETİM TAHVİL PİYASASININ YAPISI

ABD'deki mahalli idare türleri eyaletler içinde homojen bir yapı göstermemekle birlikte, genel itibarıyla iller, belediye yönetimleri ve özel amaçlı yönetim bölgeleri olmak üzere üç ana gruptan oluşmaktadır. Bu birimler kendi gelir kaynaklarına sahip olup finansman olarak federal hükümetten bağımsızdır. ABD'de mahalli idareler, federal devletin müdahalesi olmaksızın eyalet kanunlarının belirlediği sınırlar çerçevesinde altyapı yatırımlarını finanse etmek, kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak ve ticari faaliyetleri teşvik etmek amacıyla borçlanabilmektedirler. Böylelikle ABD'deki yerel yönetimler, altyapı projelerini finanse etmek için belediye tahvillerini sıklıkla kullanmaktadır. Yerel yönetimlerin sermaye piyasasında ihraç ettiği bu borçlanma araçları; otoyollar, enerji santralleri, kanalizasyon sistemleri gibi büyük altyapı projelerini ya da okulların ve hastanelerin yapılmasını finanse etmektedir.

Geçmiş 1800'lere kadar giden yerel yönetim borçlanma araçları piyasasında vergi avantajından ötürü ağırlıklı olarak bireysel yatırımcılar işlem yapmaktadır. Federal gelir vergisi yasasına göre yerel yönetim borçlanma araçları diğer tahvillerden vergi alanında ayrılmaktadır. Vergi muafiyetinin kapsamı her bir eyaletin yasasına göre değişmekle birlikte ABD'deki belediye tahvilleri genellikle gelir vergisinden muaf olduğu gibi, çıkarıldığı eyaletteki uygulamaya göre eyalet vergilerinden de muaf tutulabilmektedir. Bu vergi avantajından dolayı belediye tahvilleri özel sektör tahvilleri ya da pay senedi gibi menkul kıymetlere kıyasla düşük getirisi olsa da risk sevmeyen ancak vergi muafiyetinden yararlanmak isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Mart 2015 tarihli verilere göre ABD'deki 89.000 yerel yönetim biriminin 44.000'e yakını bu piyasadan yararlanmaktadır. Bu piyasadaki yatırımcılar ise 3,6 trilyon \$'lık yerel

yönetim tahvil portföyüne sahiptir.

Yerel yönetimler Tablo 1'de görüldüğü üzere 2014 yılında 338 milyar \$'lık tahvil ihraç etmiştir. ABD devlet tahvilleriyle karşılaştırdığımızda, ABD belediye borçlanma araçlarının devlet tahvillerinin dörtte birine denk geldiği gözlenmektedir. Öte yandan yerel yönetim tahvil piyasası ABD'deki diğer sermaye araçlarının tabi olduğu düzenlemelere tabi değildir. Sermaye piyasasını düzenleyen 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) ve 1934 Menkul Kıymet Kanunu (Exchange Act) gibi düzenlemeler yerel yönetim tahvilleri için bazı istisnalar belirlemiştir. Örneğin, belediye tahvilleri ihraççıları özel sektör menkul kıymetlerinden farklı olarak ihraç edilen tahvili, finans alanında düzenleyici otorite olan Securities and Exchange Commission'a (SEC) kaydetme zorunluluğu yoktur.

Öte yandan 1934 yılında belediye tahvil işlemlerinin gözlenmesi ve yatırımcının korunması için özdüzenleyici Belediye Menkulleri Kanun Yapıcı Kurulu - Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) kurulmuştur. MSRB, sektörün düzenlenmesi, yatırımcının korunması, piyasa suiistimalinin önlenmesi ve piyasa şeffaflığının sağlanmasını amaçlamaktadır. Yönetim kurulu karar merci olup üç yılda bir seçilmektedir. MSRB'nin yönetim kurulunun 11 üyesi kamudan, 10'u da belediye tahvil piyasasından olmak üzere 21 kişiden oluşmaktadır. Securities and Exchange Commission (SEC) gözetimindeki MSRB yatırımcıyı korumanın yanı sıra, belediye borçlanma araçlarının alım, satım ve halka arz işlemlerinde yer alan broker ve firmaların denetimini yapmaktadır. Yatırımcının korunması ve belediye tahvil piyasasında gözetimin arttırılması için 1975'te belediye tahvillerinde işlem yapabilmesi için "municipal advisor" adı verilen danışmanların da MSRB'de kayıtlı olması gerekir. Municipal advisor (belediye danışmanı)

mahalli idareler ile yerel yönetim borçlanma araçlarının ihracına aracılık eden yatırım kuruluşlar ile birlikte danışmanlık şirketlerinde ya da yerel yönetim birimlerinde borçlanma araçlarının yapısı, zamanlaması, planlaması ve satışında danışmanlık yapan finansal hizmet profesyoneli- dir. 2010 Dodd Frank Kanunuyla bu kişilerin MSRB'nin yanı sıra SEC'e de kayıt zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca bu kişilerin MSRB tarafından düzenlenen lisanslama sınavlarını geçmesi beklenmektedir.

Federal yaptırım gücüne sahip MSRB, 2010 yılında itibaren belediye tahvillerinde işlem ya da danışmanlık yapan banka, aracı kuruluş ve danışmanlık şirketlerinin ve personelin düzenlemesinden de sorumludur. MSRB, belediye tahvil piyasasında şeffaflığı sağlamak için piyasa bilgilerin- nin olduğu Electronic Municipal Market Access (EMMA) adı verilen bir portalı da yönetmektedir. Bu portalda tüm ABD yerel yönetim borçlanma araçları ile ilgili işlem, fiyat ve açıklayıcı belgeler toplu halde yer almaktadır.

Tablo 1: ABD Yerel Yönetim ve Devlet Borçlanma Araçları Dağılımı (Milyar \$)

	2011	2012	2013	2014	2015/06
Yatırımcı Bazında Tahvil Stoku					
Yerel Yönetim Tahvil Stoku	3,719	3,714	3,671	3,652	3,715
Bireysel Yatırımcılar	1,806	1,661	1,606	1,540	1,566
Yatırım Fonları	990	1,062	1,018	1,039	1,041
Bankalar	335	398	446	477	502
Sigorta Şirketleri	453	460	468	469	471
Diğer	136	133	134	127	135
Devlet Tahvili Stoku	12,255	13,142	13,911	14,534	14,662
Tahvil İhracı					
Yerel Yönetim Tahvili İhracı	295	382	335	338	225
Gelir	180	235	188	182	121
Genel	105	135	125	133	94
Karma	10	12	22	23	10
Kamu Tahvil İhracı	2,103	2,305	2,140	2,215	1,058
Tahvil İşlemleri (Günlük)					
Yerel Yönetim Tahvili	11	11	11	11	10
Devlet Tahvili	568	519	545	505	506

Kaynak: SIFMA

B. YEREL YÖNETİM TAHVİL TÜRLERİ

İhraç amacına göre ABD yerel yönetim tahvilleri, yerel yönetimin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla çıkarılan genel tahvilleri ve spesifik amaçlı bir projenin finansmanı amacıyla çıkarılan gelir tahvilleri olarak ikiye ayrıl- maktadır.

Kamu kuruluşlarınca ihraç edilen genel tahviller herhangi bir gelir akışına sahip değildir. Yerel yönetimlerin topladığı vergilerle geri ödemesini finanse edilmektedir.

Yerel yönetim tahvillerinin diğer çeşidi olan gelir tahvil- leri ise, yerel yönetimlerin gerçekleştirmeyi planladığı bir projenin yaratacağı gelirle kupon ödemelerini yap- a-bilmektedir. Yol ve köprü gelir amaçlı altyapı çalışmaların- ın ileri vadede toplayacağı gelirler ile vadesi doluncaya kadarki sürelerde kupon ödemesi taahhüdü sunmaktadır. Ödemeleri hem gelir akışı hem de vergilerle finanse edilen karma tahvillere ise double barreled denilmektedir.

Yerel yönetim tahvillerinin getirilerindeki federal gelir vergisi muafiyetinden dolayı yatırımcıların ilgisini çeken ABD yerel yönetim tahvillerinin yarısına yakın kısmını bireysel yatırımcılar ellerinde tutmaktadır. Menkul Kıymetler Sektörü ve Finansal Piyasalar Birliği'nin (SIFMA - Securities Industry and Financial Markets Association) yayınladığı 2015/06 verilerine göre bireylerden (%42) sonra en yüksek paya (%28) yatırım fonları sahiptir. Yatırımcılar, aracı kurum aracılığıyla en az 5.000 \$ olmak üzere 1.000 \$'lık artışlarla belediye bonolarına yatırım yapabilmektedir.

Bireysel yatırımcılar genelde bu tahvilleri vade bitimine kadar ellerinde tutsa da yerel yönetim tahvilleri ikincil piyasada da işlem görmektedir. SIFMA'nın 2015 yıl ortası verilerine göre tezgahüstü piyasada işlem gören bu tahvillerin ortalama günlük işlem hacimleri 10 milyar \$ civarındadır.

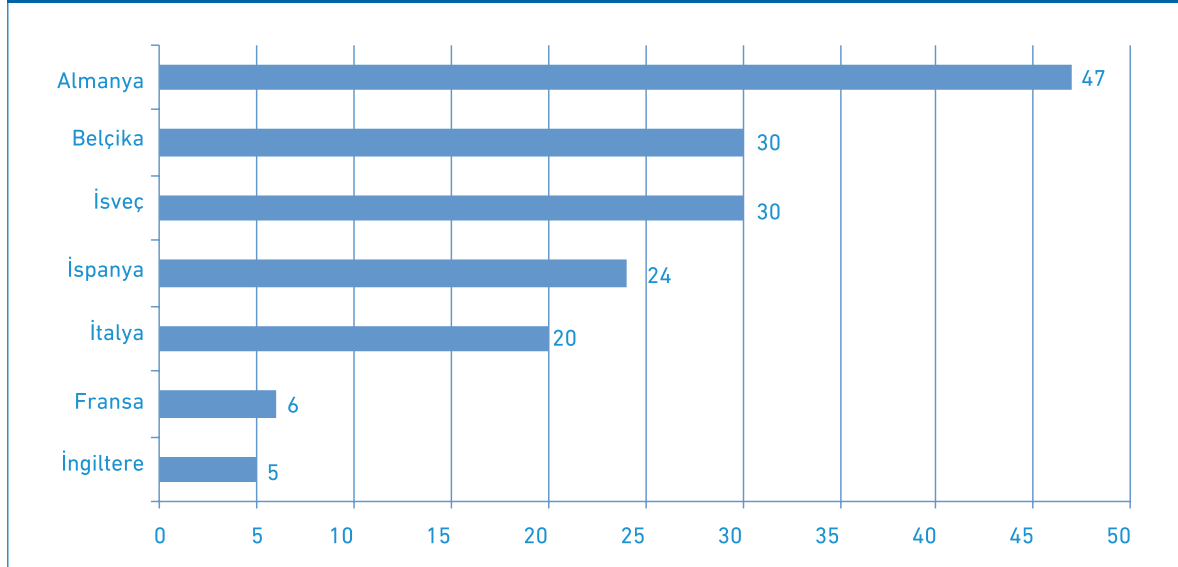
II. ALMANYA

Avrupa'daki yerel yönetim tahvil piyasası hem büyüklük hem de ihracçı sayısı açısından Kuzey Amerika'daki yerel yönetim tahvil piyasasının çok gerisinde de olsa, geçtiğimiz yıllarda bir artış söz konusudur. Almanya, İspanya, İtalya, Finlandiya, Fransa ve İngiltere'de rastlanan yerel yönetim tahvilleriyle son yıllarda Rusya Federasyonu, Slovak Cumhuriyeti, Slovenya, Polonya ve Romanya gibi gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde de rastlanmaktadır. Grafikte de görüleceği üzere Almanya'daki yerel yönetimler devlet yardımları hariç finansman ihtiyaçlarının %47'sini serma-

rinin %72'si Alman yerel yönetimlerince gerçekleştirmiştir. Diğer bir deyişle Almanya'daki yerel yönetim tahvil piyasası Kuzey Amerika'dan sonra hem ihracçı sayısı hem de ihrac miktarı olarak en büyük pazardır.

Genel itibarıyla konut, sosyal refah ve eğitim alanlarındaki yatırımlar, federal hükümet transferleriyle yapılmaktadır. Federal hükümet ödeneklerine ek olarak Alman yerel yönetim birimleri ayrıca borçlanmaya gidebilmekte ve tahvil ihraç edebilmektedir. Almanya'nın federal yapısı

Grafik 1: Avrupa'da Yerel Yönetimlerin Finansmanında Tahvil İhraçlarının Payı (%), 2013



Kaynak: Small is Beautiful? Deutsche Bank Research, 2014

ye piyasalarından tahvil ihracıyla karşılamaktadır. Ayrıca, ABD ve Kanada'dan sonra yerel yönetim tahvillerine en fazla rastlanan ülke Almanya'dır. 2000-2007 yılları arasında Avrupa Birliği'nde ihraç edilen yerel yönetim tahvilleri-

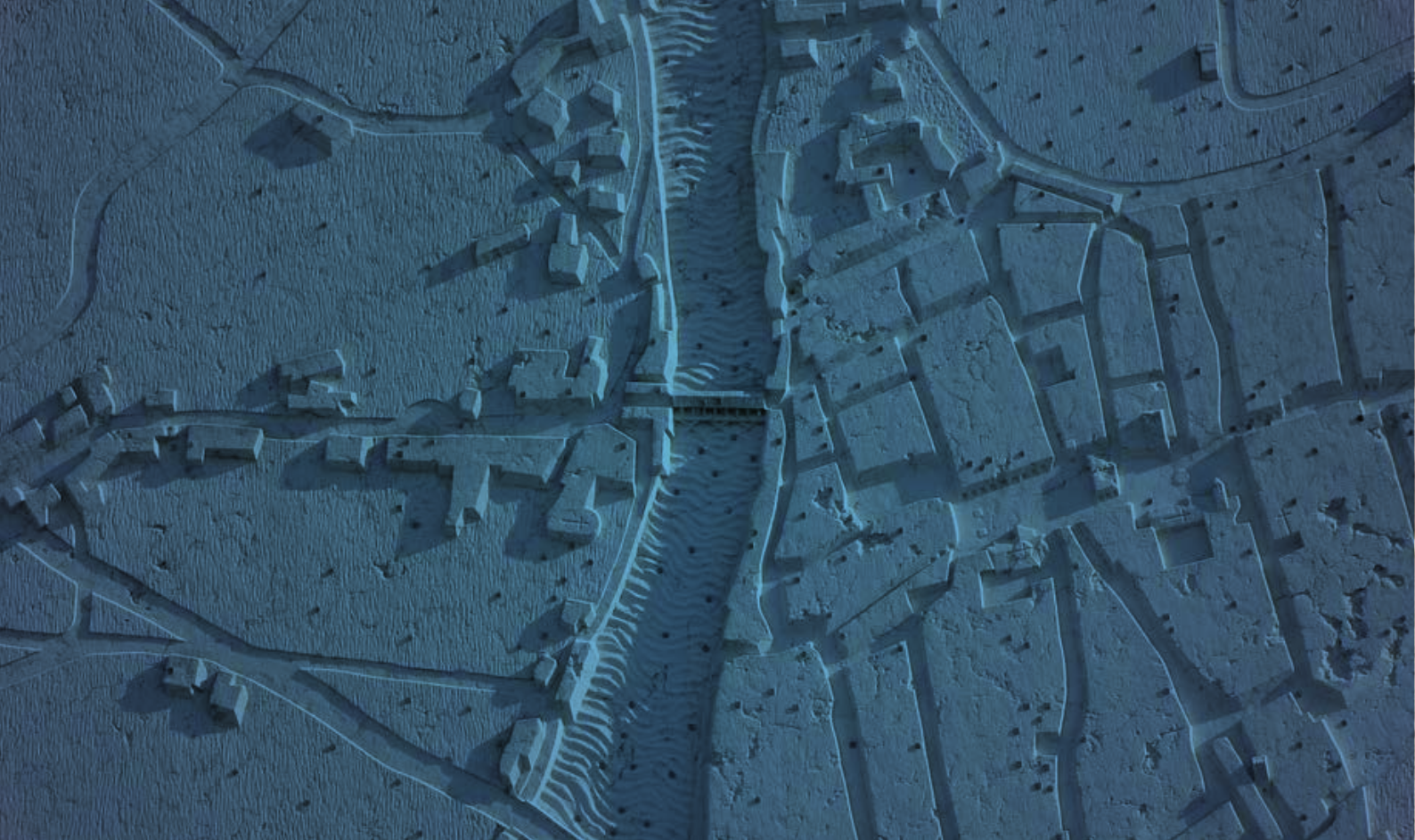
ve anayasanın sağlamış olduğu borçlanma esnekliği ile yönetim özerkliği yerel yönetim borçlanma araçları piyasasının büyümesine olanak sağlamıştır. Özellikle kamu yatırımlarının ağırlıklı olarak yerel yönetimlerce yapılması

ve 1990'ların başında Almanya'nın birleşmesini finanse etmek için yerel yönetim tahvillerinin kullanımı ile birlikte yerel yönetim borçlanma araçlarına olan talep yıllar içinde artmıştır.

Ülke genelinde uygulanan mali denge sistemi (Laenderfinanzausgleich) yerel yönetim borçlanma piyasasını destekleyen diğer bir unsur olmuştur. Bu mali denge sistemine göre eyaletler arası vergi paylaşımı ve federal fonların finansal olarak en zayıf durumdaki eyaletlere aktarılması esastır. Mali denge sistemi; Berlin, Saarland ve Bremen gibi görece fakir eyaletlere, Bavyera, Hamburg gibi endüstrileşmiş zengin güney eyaletlerin denge farkı ödemesinde bulunmasını ve federal devletten gelir transferlerini öngörmektedir. Özellikle, Saarland ve Bremen eyaletlerinin yüksek borçluluk oranlarından dolayı düştüğü finansal zorluğun ardından, 1992 yılında Alman Anayasa Mahkemesi'nin almış olduğu bir kararla ("Bundestreuekonzept") finansal zorluk durumunda bütün eyaletler, borçlu eyaletin borcunun ödenmesinde ortak sorumluluk sahibi olmaya başlamıştır. Alman federal hükümeti bu madde gereğince iki eyalette yaşanan finan-

sal zorluğu merkezî hükümetin ve diğer eyaletlerin fon transferleriyle aşmıştır.

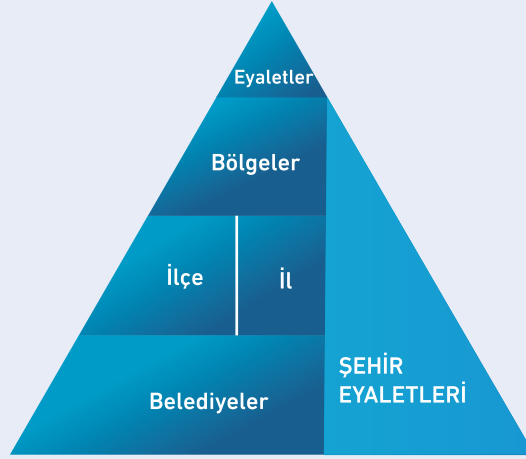
1992 yılında Anayasa mahkemesinin aldığı eyaletlerin ortak sorumluluğuna ilişkin kararının ardında gelen federal hükümet desteği Alman yerel yönetim tahvil piyasasını desteklemiş, 1999 yılında yabancı para ile tahvil ihracının önünün açılması ve belediyelerin iyileşen kredi notları ile ihraç ettikleri tahviller yatırımcılar için tercih edilir bir yatırım aracı olmuştur. Almanya'da Länder diye tabir edilen eyaletlerin ve eyaletlerin altındaki yerel yönetim birimi olan şehirler ve belediyeler de yerel yönetim tahvili ihraç edebilmektedir. Alman yerel yönetim tahvil piyasasında aynı zamanda birden fazla yerel yönetim birimi bir araya gelerek "Jumbo" tahvilleri de ihraç etmektedir. İlk olarak 1997 yılında ihraç edilen Jumbo Länder eyalet tahvillerine ek olarak 2011 yılında ilk şehir Jumbo tahvilleri, 2013 yılında ise ilk Jumbo belediye tahvilleri görülmüştür. Örneğin, 2014 yılında genellikle altı ve daha fazla eyaletin bir araya elmesi ile 5 yıl vadeli birer milyar €'luk 3 adet Jumbo Länder tahvili ihraç edilmiştir.



Kutu 2: Almanya’da Yerel Yönetim Birimleri

Anayasaya göre devletin örgütsel yapısında yerinden yönetim anlayışı benimseyen Almanya’da yerel yönetimler üstlendikleri görevler ve vergi toplama güçlerinden dolayı mali olarak federal hükümetten bağımsızdır. Kamusal hizmet sunumuna ilişkin temel politikalar merkezde belirlenmekte, bunların uygulanmasını ise yerel yönetimler üstlenmektedir. Almanya’da yürütme sorumluluğu büyük oranda eyaletlere (Länder) verilmiştir. Berlin ve Hamburg gibi şehir-eyaletler dâhil sayısı 16 olan Länder’lar; yükseköğrenim, güvenlik, yasama, kültür, eğitim ve çevre gibi genel alanlarda sorumluluk sahibidir. Büyük, küçük ve şehir eyalet diye üçe ayrılan eyaletlerin vergi toplama, borçlanma ve kendi bütçelerini yönetebilme yetkileri mevcuttur.

Eyaletlerin altında iki temel yerel yönetim birimi bulunmaktadır. Bunlar bölgeler ve belediyelerdir. Bölgeler, sosyal hizmetler, sağlık hizmetleri, toplu taşıma gibi genel görevleri üstlenirken; belediyeler şehir planlama, itfaiye gibi daha yerel görevlerle sorumlu olmaktadır. Belediyeler ayrıca il belediyeleri ile ilçe belediyeleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Nüfusu 100.000’in üzerindeki il belediye yönetimleri vergi toplama, eyalet onayı kapsamında tahvil ihracı ve bankalardan borçlanabilme yetkisine sahiptir.



Öte yandan 1969 Alman anayasasının (Grundgesetz) 115. maddesinde kendisine yer bulan “altın kural” gereğince yerel yönetimler en fazla yapmış oldukları kamu yatırımları kadar borçlanabilmekteydi. Ancak artan kamu borcu stokunun 2008 yılında GSYH’nin %66’sına kadar çıkmasının ardından anayasada yapılan değişikliklerle borçlanma oranlarını sınırlandıracak borç freni (schuldenbremse) uygulamasına geçilmiştir. 1992 yılında anayasa mahkemesinin aldığı eyaletlerin ortak sorumluluğuna ilişkin kararın ardından borç freni kapsamında, 2016 yılından itibaren federal devletin ve eyaletlerin borçlanmasına sınırlamalar getirilmiştir. Bu borç frenine göre 2016 yılından itibaren izin verilen yeni borçlanmaları –ekonomik kriz durumları haricinde– gayri safi yurt içi hasılanın %0,35’iyle sınırlandırılmakta, 2020 yılından itibaren ise eyaletlerin yeni borçlanmasına izin verilmemesi planlanmaktadır.

III. İSPANYA

Almanya'nın ardından Avrupa'da yerel yönetim borçlanma araçlarının kullanıldığı diğer bir ülke olarak İspanya öne çıkmaktadır. Özellikle Franco diktatörlüğünün ardından 1970'ler sonra demokratikleşme sürecine giren İspanya'da merkezi hükümetin rolü yıllar içerisinde yerel yönetimlere geçmiştir. 1978 Anayasası ile 17 bağımsız yerel yönetim bölgesinin (Comunidades Autonomas – CA) yasal kabulüyle yerelleşme süreci başlamıştır. Yıllar içerisinde bu bölgeler tahvil ihraç ederek finansal gelir alanında da görece bir bağımsızlık kazanmıştır. Yerel yönetim borçlanma araçları ağırlıklı olarak Comunidades Autonomas özerk birimleri tarafından kullanmakla birlikte diğer küçük yerel yönetimler ve bu birimlerin iktisadi teşebbüsleri de tahvil ihraç edebilmektedir. İspanya Merkez Bankası tarafından düzenlenen sabit getirili borçlanma araçlarından ayrı olarak, yerel yönetim borçlanma araçları piyasası İspanyol Sermaye Piyasası Kurulu CNMV düzenlemelerine tabidir. İspanyol yerel yönetim borçlanma piyasasında diğer ilgi çekici nokta, 2014'te bazı İspanyol yerel yönetim tahvillerinin İspanyol devlet tahvillerinden daha iyi kredi notuna sahip olmasıdır.

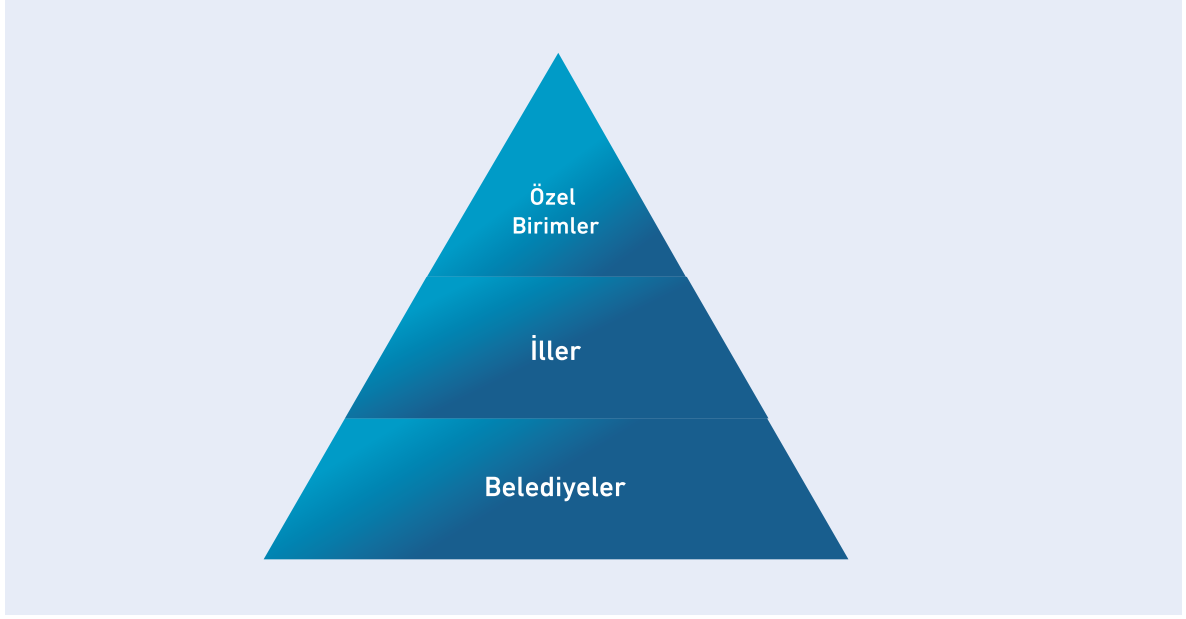
Yerel yönetim bankacılığı alanında uzmanlaşan Dexia'nın 2012 tarihli raporuna göre İspanyol yerel yönetim birimlerinin ihraç ettiği borçlanma araçları, Avrupa'da ihraç edilen yerel yönetim tahvillerinin %12'sini oluşturmaktadır. Özerk yönetimlerin ve diğer küçük yerel yönetimlerin de çıkarabildikleri İspanyol yerel yönetim tahvilleri daha çok özerk yönetimlerce ihraç edilmektedir. İspanyol Sermaye Piyasası Komisyonu (Comisión Nacional del Mercado de Valores) CNMV ve İspanya Merkez Bankası'nın verilerine göre 2014 yılında İspanyol özerk yönetimleri 9,5 milyar €'luk yerel yönetim tahvili ihraç etmiştir. Vadeleri 3 ay ile 30 yıl arasında değişen bu yatırım araçlarını yatırımcılar 1.000 € ve katları şeklinde aracı kuruluşlardan alabilmektedir. Özellikle son yıllarda bankaların mevduat dışı borçlanmalarını kısımlarının ardından bu tahviller "bonos patrióticos (vatansever tahviller)" adıyla bireysel yatırımcıya yönelik ihraç edilmiştir.

Kutu 3: İspanya'da Yerel Yönetim Birimleri

Franco sonrası 1978 tarihli İspanya Anayasası'nda İspanya 17 özerk bölgeye ayrılmıştır. Özerk yönetimler (comunidades autónomas) bölge planlaması, konut, büyük bayındırlık işleri gibi büyük çaptaki işlerden sorumlu en büyük yerel yönetim birimidir. Özerk yönetimler, yasa yapma ve yasa değeri taşıyan kurallar koyabilmektedir. Özerk yönetimlerin finansman için vergi tahsil etme, borçlanma ve tahvil ihraç etme yetkisi vardır.

İl yönetimleri, köy yolu, tarım, hayvancılık, ormancılık, sosyal yardım, sağlık ve kültür gibi işlerle uğraşır. Temizlik, aydınlatma ve yangın söndürme gibi konularda belediyelere ekonomik ve teknik destek sağlar. Enerji, sulama ve kredi kurumları ile ilişkilerde devletle ortak hareket etmek ikincil görevidir. Bahsi geçen faaliyetlerini gerçekleştirebilmesi için merkezî hükümetten fon transferi olmakla birlikte, illerin vergi toplama, tahvil ihraç etme ve borçlanma yetkisi vardır.

En küçük yerel yönetim birimi olan belediyelerin çalışma alanları yerel toplulukların çıkarlarını ilgilendiren her alan şeklinde tanımlanmıştır. Kurumlar vergisi, emlak vergisi ve hizmet harcına ek olarak devlet yardımı ve borçlanma ile çalışmalarını finanse edebilir.



IV. KUZEY AVRUPA

Kuzey Avrupa'daki Danimarka, Finlandiya, İsveç ve Norveç'te yerel yönetim hem toplum genelinde hem de ülkenin yönetiminde önemli bir yer tutmaktadır. Genel itibarıyla yerel yönetimler alanında birbirine benzer yapıya sahip Kuzey Avrupa ülkelerinde Finlandiya hariç bölge ve belediye idarelerinden oluşan ikili bir yerel yönetim yapısı gözlenmektedir.

1950'lerde yerel yönetim birimlerinin etkinliğini arttırmak üzere Avusturya'da başlayan ve 1980'lerde Kıta Avrupası'na yayılan yerel yönetim reformları sayesinde belediyeler birleşerek yerel yönetimde sadeleşmeye gidilmiştir. Örneğin, 1862 yılında sınırları tarihsel süreçlerle belirlenmiş 2.498 adet belediyeye sahip İsveç'te küçük yerel yönetimler insanlara ihtiyaç duydukları hizmetleri ulaştırmakta zorlandığından ötürü 1952 yılında İsveç parlamentosu kararınca belediye sayıları 1.037'ye, ardından gelen reformlarla günümüzde 290'a kadar düşmüştür. Benzer birleşme trendinin görüldüğü diğer Kuzey Avrupa ülkelerinde, kıta Avrupası'na kıyaslandığında daha büyük belediye yapıları görülmektedir.

Çağımız modern ulus-devletlerinden önce birçok küçük yönetimin bir araya getirdiği Kuzey Avrupa ülkelerinin, benimsedikleri refah devleti anlayışı, yerel yönetimleri temel eğitim, sağlık vb. hizmetlerin sağlayıcısı konumuna getirmiştir. Özellikle kamu harcamalarında belediyelerin payının yüksek seyretmesiyle birlikte yerel yönetimler, faaliyetlerini topladıkları yüksek orandaki vergilerle finanse etmektedir.

Anayasalarına göre geniş vergi toplama özgürlüğüne sahip olan Kuzey Avrupa yerel yönetimlerinin finansal durumları ayrıca anayasal güvence altındadır. Şöyle ki, İsveç, Norveç, Finlandiya ve Danimarka'da yerel yönetimler "iflas" edememekte ve sahip oldukları vergilendirme yetkisiyle topladıkları finansman ile borçlarını ödemekle yükümlüdür. Kuzey Avrupa'daki yerel yönetimleri hem yönetsel hem de finansal özgürlüğü, bu ülkelerde belediye borçlanma araçlarının kullanımına olanak sağlamıştır.

Benzer yerel yönetime yapısına sahip Kuzey Avrupa ülkelerindeki yerel yönetim borçlanma araçlarının yapısı da birbirlerine paralellik göstermektedir. Tahvillerini kendileri

Tablo 3: Kuzey Avrupa Yerel Yönetim Finansman Ajanslarının Yapısı

	Danimarka	Finlandiya	İsveç	Norveç
Kurum Adı	Kommunekredit	MuniFin	Kommuninvest	Kommunalbanken
Kuruluş Yılı	1899	1989	1986	1926
Yapısı	Dernek	Şirket	Dernek + Şirket	Limited Şirket
Ortaklık Yapısı	%100 yerel yönetimler	%16 merkezi devlet,%31 emeklilik sandığı, %53 yerel yönetimler	%100 yerel yönetimler	%100 Norveç Devleti
Düzenleme	Ekonomi ve İçişleri Bakanlığı	Finansal Denetim Otoritesi	Finansal Denetim Otoritesi	Finansal Denetim Otoritesi
Kredi Notu *	AAA, Aaa	AAA, Aaa	AAA, Aaa	AAA, Aaa
Pazar Payı **	95%	75%	44%	49%
Toplam Varlık (myr \$) **	34.0	36.0	43.2	59.7
*Moody's ve S&P Mart 2015 Kredi Notları				
**2014 sonu itibariyle				

Kaynak: İlgili kurumların yıllık raporları

ihraç edebildikleri gibi birden fazla belediyenin bir araya gelerek çalışmalarını tahviller ve krediler aracılığıyla finanse etmeyi sağlayan finansman ajanslarının örneklerine rastlanmaktadır.

Bu ajanslar, İsveç'te Kommuninvest, Norveç'te Kommunalbanken, Danimarka'da Kommunekredit ve Finlandiya'da MuniFin olmak üzere yerel yönetimlere finansman sağlayan banka dışı kurumlardır. Amaçları aynı olmak ile birlikte, Danimarka, İsveç, Finlandiya ve Norveç'teki yerel yönetim finansman ajanslarının faaliyet yapılarında farklılık gözükmemektedir. En belirgin farklılık, kurumların ortaklık yapısında gözlemlenmektedir. Norveçli Kommunalbanken bir kamu kuruluşu olarak faaliyet gösterirken, Danimarka'da ve İsveç'teki ajanslar yerel yönetimlerin oluşturduğu kuruluşlardır. Öte yandan Finlandiyalı MuniFin, hem merkezi hükümetin hem de yerel yönetimlerin sahibi olduğu bir kurum olarak faaliyet göstermektedir. Norveç Krallığı'nın hâkim ortak olduğu Norveç hariç, yerel yönetim ajansları yerel yönetimlere açık olup yerel yönetimlerin gönüllülük esasında bir araya gelmeleriyle oluşmuştur.

Geçmiş 1899'a kadar giden bu kurumların ortak tahvil ihracı örneği olarak dünya çapında bilinir olmasını sağlayan ülke örneği 1986 yılında İsveç'te kurulan Kommuninvest'le olmuştur. İsveçli yerel yönetim finansman ajansı Kommuninvest, 1986'da dokuz belediye ve

Örebro Kent Konseyi'nin bir araya gelmesiyle dernek ve derneğin finansal faaliyetlerini yürütmek üzere şirket olarak ikili bir yapıda kurulmuştur. Kommuninvest 2014 yılında 292 yerel yönetim birimine 29,8 milyar € fon aktarmıştır. Bu meblağın 14,8 milyar €'luk kısmı tahvil ihracı yoluyla gerçekleşmiştir. 2014 yılında İsveçli belediyelerin toplamda 44,6 milyar € yerel yönetim tahvili ihraç ettiği göz önünde tutulduğunda, ihraç işlemlerinin yaklaşık olarak yarısına yakınının Kommuninvest aracılığıyla yapıldığı, geri kalan kısmı yerel yönetimlerin kendileri ihraç edildiği görülmektedir.

Danimarka'daki Kommunekredit ise yerel yönetimlerin bir araya getirdiği finans dışı bir kurum olarak dernek statüsündedir. Danimarka'daki bütün yerel yönetimler Kommunekredit'in üyesi olup derneğin borçları ve finansal yükümlülükleri üzerinde müteselsilen sorumlu olmaktadır. Ortaklık yapısı en karma olan kurum bütün Finlandiyalı belediyelerin üyesi olduğu MuniFin olarak dikkat çekmektedir. Municipal Finance Plc, diğer adıyla MuniFin'nin %31'lik payı yerel yönetim çalışanlarının emeklilik sandığında iken %16'sı Finlandiya Cumhuriyeti'ne, geri kalan %53'lük pay ise yerel yönetimlere aittir.

Bu kurumlar, yerel yönetimleri bir araya getirmekte; sahip oldukları garanti mekanizması sayesinde yüksek kredi notları ve düşük faiz oranlarıyla mahalli idarelere alternatif ve ucuz finansman kaynağı sunmaktadır.

Tablo: 4 Yerel Yönetim Ajanslarının Verdikleri Kredi Miktarı (Milyar €)

	2010	2011	2012	2013	2014
Kommunekredit	2.8	2.1	2.3	2.4	2.3
MuniFin	11.6	13.6	15.7	17.8	19.2
Kommuninvest	14.0	18.6	23.1	24.1	24.5
Komunalbanken	22.9	26.6	29.3	30.8	29.5

Kaynak: Kommuninvest, Komunalbanken, MuniFin, Kommunekredit, 2015

Yerel yönetimler borçlanma araçları konusunda İskandinav ve diğer Avrupa ülkelerine model olan İsveç'te, yerel yönetim tahvilleri 1 ila 20 yıl arasında vadelerle çıkarılmaktadır. Yerel yönetim tahvilleri, İsveç Sermaye Piyasası Kurulu Otoritesi tarafından gözetlenmekte ve tahviller İsveç ve uluslararası sermaye piyasalarında Euro, Amerikan doları ve Japon yeni olarak ihraç edilmektedir.

Belediye büyüklükleri İsveç'e kıyasla daha küçük olan diğer Kuzey Avrupa ülkelerinde ise belediyeler bağımsız olarak tahvil ihracını pek tercih etmemektedir. Hem yeterli kredi notlarına sahip olmayışları hem de ihraç işlemleri için gerekli insan kaynağının olmamasından dolayı yerel yönetim finansmanında uzmanlaşmış kurumlar aracılı-

ıyla ortak tahvil ihracı gerçekleştirmektedir. Diğer Kuzey Avrupa ülkelerinde bu kurumların pazar paylarının İsveç'e oranla daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. 2014 yıllık raporlarında beyan ettikleri bilgilere göre bu kurumlar yerel yönetimlerin ihraç ettiği tahvillerin Norveç'te %50, Finlandiya'da %75'ini, Danimarka'da %95'ini ihraç etmektedir. Bu kurumlar tarafından sağlanan finansmanın en büyük yararlanıcısı, yerel yönetim birimleri olup, yerel yönetimlerin altında bulunan sosyal konut inşaatı şirketleri ikinci en büyük talebi gösteren gruptur.

V. KUZEY AVRUPA MODELİNİN DİĞER AVRUPA UYGULAMALARI

Yukarıda da bahsedildiği üzere, Kuzey Avrupa ülkelerinde yerel yönetimin finansman ihtiyacının karşılanması için bir araya gelen mahalli idareler, yerel yönetim finansman ajansları aracılığıyla ortaklaşa tahvil ihraç etmektedir. Bu yerel yönetim finansman ajansları sayesinde yerel yönetimlerin tek başlarına ihraç edecekleri alternatiflere kıyasla finansa erişimi kolaylaşmış ve faiz yükümlülükleri önemli

ölçüde azaltmaktadır. İskandinav Modeli olarak adlandırılan yerel yönetimlere yönelik finansal kuruluşların diğer örnekleri ise Avrupa'da yayılmaya başlanmıştır. 2013 yılında Fransız yerel yönetimlerinin finansman ihtiyacını karşılamak için İskandinav modelini esas alan Agence France Locale kurulmuş, benzer yapıyı örnek alan Municipal Bond Agency de 2014 yılında İngiltere'de oluşturulmuştur.

Fransa ve İngiltere'de de Kuzey Avrupa'da ilk örneklerine rastlanan yerel yönetimlerin finansmanına yönelik özel kuruluşlar kurulmaktadır.

A. FRANSA

Fransa'da tüm yerel yönetim birimleri kamu yatırımlarını gerçekleştirebilmek için borçlanabilmekte finans kuruluşlarından kredi çekebilmektedir. Kuzey Avrupa'da görülen birden fazla yerel yönetimin bir araya gelerek ortak tahvil ihraç etmesi Fransa'da Agence France Locale (AFL)'nin kurulmasından önce de görülmektedir. Ülkede merkeziyetçi bir yapı olmasına rağmen yerel yönetimler yerel altyapı yatırımlarında büyük rol oynamaktadır. Yerel yönetimler kamu yatırımlarının %70'i yerel yatırım harcamalarına ayrılmaktadır.

Yerel yönetim yatırımları büyük çoğunlukla 1987'de kurulan bir kamu bankası olan Credit Local de France tarafından finanse edilmekteydi. 1990'larda özelleşen CLF 1996

yılında Credit Communal de Belgique ile birleşerek Dexia kurulmuştur. Ancak 2008 krizinde Dexia'nın dağılmasıyla yerel yönetim finansmanında ticari bankaların rol artmıştır. Bu süreç içerisinde, Kuzey Avrupa örneğinde olduğu gibi bir Fransız yerel yönetim tahvil ajansının kurulması ise 2004 itibarıyla gündeme gelmiştir. Fransız belediyeleri hem bu ajans fikrini gerçekleştirmek hem de grup halinde daha uygun faiz oranlarıyla tahvil ihraç edebilmek için 2004-2012 yılları arasında bir araya gelerek 6 adet ortak tahvil ihraç etmiştir.

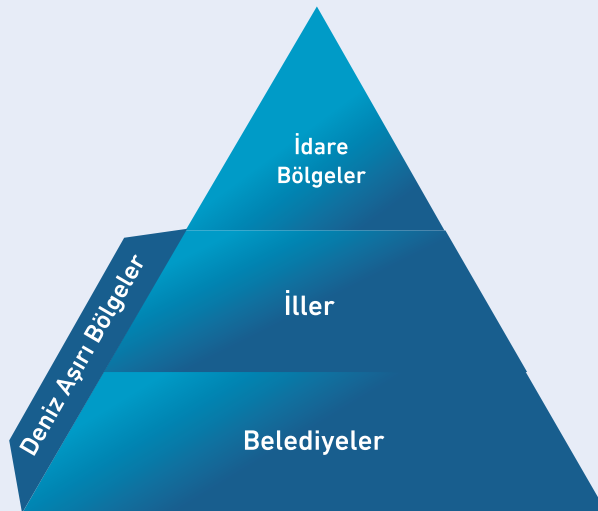
Bu başarılı girişimin ardından 11 Fransız yerel yönetim biriminin ortak girişimiyle 2014 yılında Agence France Locale (AFL)'i kurmuştur. 2015 yılı başı itibarıyla üye sayı-

Kutu 4: Fransa'da Yerel Yönetim Birimleri

Bölgeler (regions) merkezi yönetimin ekonomi ve alan planlamalarını etkin yapabilmek ve daha bütüncül hizmet sağlamak adına 1964'te pilot olarak etkinleştirilen ve 1982 yerel yönetim reformu ile tüzel kişilik kazanan yerel yönetim birimleridir. 22'si Avrupa'da 4'ü de deniz aşırı olmak üzere 26 adet idari bölge vardır. Bu yerel yönetim birimleri, faaliyetlerinin finansmanı için tahvil ihraç edebilmektedir.

İller (departements) imar-iskân, planlama, yolların bakımı, sağlık, turizm, eğitim, sosyal yardım, bölgesel planlama, kültür faaliyetleri, ulaşım gibi hizmetleri sağlamakla sorumlu ara birimdir.

Belediyeler (communes) daha küçük yerel yönetim birimleri olup; itfaiye hizmeti, ana ve ilkokul yapımı ve bakımı, su işleri, bayındırlık ve spor tesislerinin faaliyetleri ile sorumludur. İller ve belediyeler tahvil ihraç edebilmekle birlikte, genellikle bölgelere göre daha az oranda tahvil ihraç etmektedir.



sı 91'e çıkan AFL, tamamı Fransız yerel yönetimlerinin sahip olduğu ve yerel yönetimlerin finansman ihtiyacını karşılamak kurulan yerel yönetim finansman ajansıdır. Kuzey Avrupa modelini örnek alan AFL aracılığıyla yatırımcılara ihraç edilen tahvillerin oluşturduğu fonlar yerel yönetimlere borç olarak verilmektedir. Sadece Fransız yerel yönetimlerinin üye olabileceği AFL'ye üye olabilmek için yerel yönetimler giriş aidatı ödemeleri gerekmektedir. Başvurular ise yerel yönetimlerin finansal durumuna göre kabul olmaktadır. Buradaki amaç ise, hem üyelerin birbirine karşı sorumlu olduğu garanti mekanizmasının sürdürülebilirliğinin sağlanmasıdır. Üye yerel yönetimler borçların ödenmesinde hem müştereken hem de müteselsilen sorumlu olmaktadır.

Fransız yerel yönetimlerinin finansman geçmişine bakıldığında, bankaların büyük rol oynadığı görülmektedir. Fransız bankaları için yerel yönetimler güvenilir bir piyasa olurken, yerel yönetimler de finansal anlamda bankalardan yararlanmaktadır. Ancak özellikle 2012'den itibaren yerel yönetimler finansman ihtiyacını ihraç ettikleri borçlanma araçlarıyla karşılama seçeneğini kullanmaya başlamıştır.

2014 yılında Fransız yerel yönetimleri 17 milyar €'luk yıllık borçlanma ihtiyacının sadece 2,2 milyar €'sunu sermaye piyasalarında tahvil ihraç ederek gerçekleştirirken, geri kalanını bankalardan karşılamıştır. Buna karşın özellikle Basel III ile 2019 yılından itibaren bankaların asgari sermaye yükümlülüğü dolayısıyla yükselen kredi aracılık maliyetleri neticesinde bankaların yerel yönetimlerin finansmanındaki payının azalması beklenmektedir.

Ancak yerel yönetimlerin tahvil ihraç edebilmesi için var olan prosedür ve ihraç maliyetleri, yerel yönetimlerin tahvil ihracı karşısında yapısal engeller olarak durmaktadır. Tahvil ihraç edebilmek için gerekli kredi derecelendirme süreci, Avrupa standardında izahname hazırlanması ve donanımlı insan kaynağı sorununa çözüm olarak Agence France Locale kurulmuştur. Fransız yerel yönetimlerinin bir araya gelmesiyle oluşturulan bu kuruluştaki tek başına tahvil ihracı yapamayacak belediyeler bir araya gelip tahvil ihraç edebilecektir. 2014 yılında yerel yönetimlerin borcunun sadece %5,8'i sermaye piyasalarından karşılanırken Mart 2015'te ilk tahvil ihracını gerçekleştiren AFL'nin devreye girmesiyle bu oranın artmasını ve kurumun kendi hesaplamalarına göre 2024'te pazarın %25'ine ulaşması beklenmektedir. Bankaların, sigorta şirketlerinin, yatırım fonlarının, fon yöneticilerinin ve emeklilik fonlarının ilgi gösterdiği AFL'nin 750 milyon €'luk ilk tahvil ihracı 24 Mart 2015 tarihinde gerçekleşmiştir. Bu tahvil ihracının %22'lik kısmı Fransız yatırımcıların ilgisini çekse de, diğer Avrupa ülkeleri (%61) ve Asyalı yatırımcılar (%17) da bu tahvile yatırım yapmıştır. Banka lisansına sahip AFL, bankacılık sektörünün düzenlenmesinden sorumlu Fransız Koruyucu Düzenleme Otoritesi tarafından denetlenmekte olup Fransız Bankalar Birliği'nin üyesidir. tahvile yatırım yapmıştır. Banka lisansına sahip AFL, bankacılık sektörünün düzenlenmesinden sorumlu Fransız Koruyucu Düzenleme Otoritesi tarafından denetlenmekte olup Fransız Bankalar Birliği'nin üyesidir.

B. İNGİLTERE

Her ne kadar Birleşik Krallığı meydana getiren farklı yönetim idareleri olsa da İngiliz merkezîyetçi yönetim anlayışından ötürü yerel yönetimler finansal ve yönetsel anlamda Alman Länder eyaletleri ya da İspanyol özerk yönetimleri kadar bağımsız değildir. Vergi geliri, genel bütçe transferleri ve borçlanmalar yoluyla faaliyetlerini finanse eden İngiliz mahalli idarelerinin borçlanmaları üzerinde merkezi hükümetin güçlü bir kontrolü vardır. Mahalli idareler özel bankalardan, tahvil arzı yoluyla veya merkezi hükümetin kontrolündeki kamu işleri kredi kurulundan (Public Works Loan Board-PWLB) olmak üzere üç şekilde borçlanabilmektedir.

İngiltere merkezi yönetiminin yerel yönetime sağladığı transferler sayesinde gerçekleşen harcamalarda geçmiş 1793'e dayanan Public Works Loan Board (PWLB - Kamu İşleri Kredi Kurulu) adı verilen kamu kuruluşu yerel yönetimlerin ana finansörü olmuştur. PWLB merkezi hükümetten aldığı fonları, yerel yönetimlerin kamu ve altyapı yatırımlarını gerçekleştirebilmesi için mahalli idarelere borç olarak vermektedir.

Yıllar içinde gerçekleşen değişikliklerle yerel yönetimler finansal piyasalardan yararlanmaya başlamış; 1963 Yerel Yönetimler Yasası ile yerel yönetimlerin tahvil ihracı yapı-

Tablo 5: İngiliz Yerel Yönetimleri Borç Dağılımı, Haziran 2015

Borçlanma Yöntemleri	Borç Miktarı	Dağılım
Kamu İşleri Kredi Kurulu	63,7 milyar £	73%
Kredi Kuruluşları	11,3 milyar £	13%
Tahvil İhracı	5,6 milyar £	6%
Diğer*	6,7 milyar £	8%

Kaynak: İngiliz Hükümeti Yerel Yönetimler Birimi, 2015

*Devlet, yerel yönetim birimleri, hanehalkı ve şirketler

bilme yetkisi sağlanmıştır. Ancak, bankalardan borçlanma ve tahvil ihracı yerel yönetimlerce fazla tercih edilmemiştir. Örneğin, 2015'in ilk yarısında İngiltere'deki yerel yönetim bütçesinin sadece %6'sı sermaye piyasalarından borçlanma ile fonlanmıştır. Mevcut durumda yerel yönetimler hükümetin belirlemiş olduğu borçlanma faizi oranlarından Kamu İşleri Kredi Kurulu (PWLB) aracılığıyla fonlara erişmektedir. Kuzey Avrupa örneğinde olduğu gibi, belediyele- rin gönüllük esasında katılacağı ve sermaye piyasaların- dan toplanan fonun üye kuruluşlara dağıtılacağı modelin PWLB'ye alternatif olması ve daha ucuz maliyet getirmesi

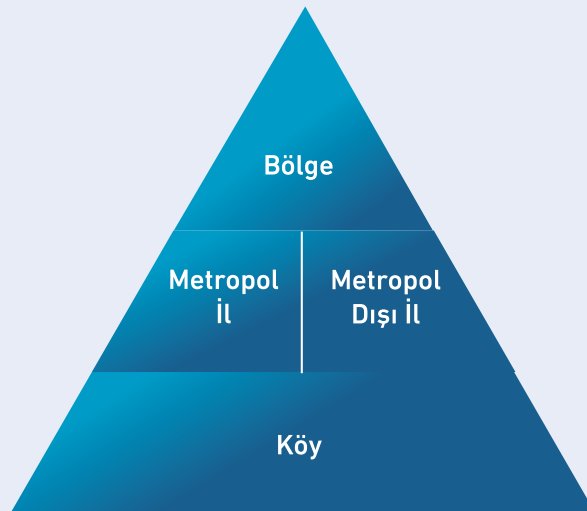
planlanmaktadır. Bu modeli gerçekleştirmek üzere 2014 yılının ortasında UK Municipal Bonds Agency (MBA) kurulmuştur. Tüm yerel yönetimlerin katılımına açık olan MBA'ye 2015 sonu itibarıyla İngiltere nüfusunun %30'unu içeren 56 yerel yönetim birimi üyedir.

Municipal Bond Agency, Kuzey Avrupa örneklerinde olduğu gibi yerel yönetimler için uzun vadeli ve düşük faizli borçlanma araçları sunmaktadır. MBA, sahibi yerel yönetimler olan bir şirket olup; yerel yönetim birimleri tahvillerin temerrüde düşmemesi için müşterek ve müteselsil mesuliyet sahibidir. Municipal Bond Agency, sektörde şeffaflığın ve rekabetin artırılmasını, yerel yönetim bonoları aracılığıyla yerel yönetimin finansman ihtiyacını karşılamayı, yerel yönetimlere ihraç konusunda gerekli desteği sunmayı ve mahalli idarelerin bir araya gelerek tek başlarına edineceğinden daha yüksek kredi notu ile borçlanma maliyetlerini azaltmayı hedeflemektedir.

Kutu 5: İngiltere'de Yerel Yönetim Birimleri

Birleşik Krallık'ta güçlü bir yerel yönetim geleneği vardır. Dört farklı bölgesel yönetimin olduğu Birleşik Krallık'ta farklı yerel yönetim yapılanması görülmektedir. İngiltere'de il (county), bölge (district) ve köy (parish) seviyesinde olan üçlü bir yapı görülmekte iken Galler, İskoçya ve Kuzey İrlanda'da tekil yapıya (unitary authority) rastlanmaktadır. İngiltere bölgesel yönetiminin yerel yönetim birimlerinin ilk kademesi ve en geniş iller kendi içinde metropol olup olmadıklarına göre bölgelere ayrılmaktadır.

Bölgeler, iller içerisinde yer alan ve belli ölçülere göre bölünerek oluşturulmuş alt kademe yerel yönetim birimidir. Yerel vergiyi (council tax) toplama yetkisi bölge meclislerine aittir. Bölgeler içerisinde yer alan ve 200'den fazla seçmene sahip köyler (parish) küçük yerleşim bölgelerinde yerel hükümetin en küçük idari birimidir.



GENEL DEĞERLENDİRME

Yerel yönetimler, hem yerinden yönetim anlayışının yaygınlaşması hem de artan şehirleşme karşısında hizmet sağlayıcı rolünün artmasından dolayı altyapı finansmanına daha fazla ihtiyaç duymaktadır. Öyle ki, nüfus tahminlerine göre 2050 yılı itibarıyla dünya nüfusunun %66'sının şehirlerde yaşayacak olması yerel yönetimlerin hizmetlerini sağlayabilmesinde yerel yönetimlere finansal anlamda baskı yaratmaktadır.

Vergi toplama, merkezi hükümetten fon transferi ve borçlanma gibi yollarla finansmanını sağlayan yerel yönetimler birimleri sermaye piyasalarını kullanarak altyapı yatırımlarını finanse etme yoluna da gitmiştir. İlk kez 19. yüzyılın başına görülen yerel yönetim tahvilleri günümüz ABD'sinde yerel yönetimlerin harcamalarını uzun vadede sermaye piyasaları aracılığıyla finanse etmesi için yaygınca kullanılmaktadır.

Yapısı itibarıyla özel sektör tahvillerine benzeyen yerel yönetim tahvilleri, Kuzey Amerika haricinde Almanya ile İspanya'da da sıklıkla kullanılmaktadır. Bununla birlikte, yerel yönetimlerin sermaye piyasalarından borçlanma yoluyla altyapı yatırımlarını finanse etmesi Kuzey Avrupa ülkelerinde yaklaşık 100 yıllık bir geçmişe sahiptir.

1986'da İsveç'te yerel yönetimlerin bir araya gelmiş ve tahvil ihraçlarının birçok yerel yönetim biriminin ortaklaşa yaptığı Kommuninvest'i kurmuş, bu model Kıta Avrupasına da örnek olmuştur. Kuzey Avrupa örneği 2013 yılı itibarıyla Fransa ve İngiltere'de de uygulamaya geçmiş, bu ülkelerde de yerel yönetim borçlanma ajansları kurulmuştur. Yerel yönetimler, bu kuruluşlar aracılığıyla tahvil ihraç etmenin gerektirdiği prosedürleri ve bu sürecin gerektirdiği maliyet baskısını azaltarak, daha yüksek kredi notlu kurumlarca tahvil ihraç etmektedir.

Geleneksel olarak bankalardan kredi ya da merkezi yönetimden gelen transferlerle finansman açığını kapatan yerel yönetimler, Basel III düzenlemelerinin bankalarda yarattığı baskı ile alternatif finansman arayışına gitmiştir. Öte yandan yerel yönetimlerin hizmetlerine olan talebin artması ile birlikte merkezi hükümetlerin ayırdığı kaynaklar yeterli olmamaktadır. Kuzey Amerika ve Kuzey Avrupa'da hem yatırımcı hem de ihraççıların yararlandığı sermaye piyasası araçlarından yerel yönetim borçlanma araçlarının önümüzdeki yıllarda önemini arttırması beklenmektedir.

Kaynaklar

- Agence France Locale in One Page, AFL, 2015
- Bundesbank, The debt brake in Germany – key aspects and implementation, 2011
- Workshop on Fiscal Decentralisation, Avrupa Komisyonu, 2012
- 2014 Yerel Yönetim Yatırımları Raporu, Kommuninvest, 2014
- Municipal Securities Rulemaking Board Fact Book, MSRB, 2014
- Financing for Development, Office of the United Nations Department of Economic and Social Affairs, 2009
- Schulz, A. and Wolff, B. G., The German Sub-national government bond market: evolution, yields and liquidity, Deutsche Bundesbank, 2009
- Report on the Municipal Secutrities Market, Securities and Exchange Commision, 2012
- Kommunekredit Yatırımcı Sunumu, Kommunekredit, 2015
- Yeni Ürünler Çalışma Grubu Raporu, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2007
- Hernández de Cos, P. and Pérez, J. J., Sub-national public debt in Spain: Political economy issues and the role of fiscal rules and decentralization, Banco de España, 2012
- Subnational Credit Ratings: A Comparative Review, Policy Research Working Paper, Dünya Bankası, 2009
- Small is Beautiful?, Deutsche Bank EU Monitor, 2014
- MuniFin, Nordik Model, Local Government, Global Competitiveness In Denmark, Finland and Sweden, 2014
- Moody's Nordic Specialised Lenders: Peer Comparison, 2014
- Dexia, Subnational Public Finance in the European Union, 2011
- Gibson J., Batley, R., Financing European Local Government, 2014
- Kommunalbanken: www.kommunalbanken.no
- Municipal Finance: www.munifin.fi
- Kommuninvest: www.kommuninvest.se
- Kommunekredit: www.kommunekredit.com
- SIFMA: www.sifma.org/research/statistics.aspx
- Qué debe saber de los productos de Renta Fija, CNMV, http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_rentafija.pdf

ELEKTRONİK PARA VE BLOK ZİNCİRİ TEKNOLOJİSİ

Teknolojik gelişmelerin finans alanını etkilediği günümüzde paranın elektronik kaydına ve bu kayıtların getirmiş olduğu güvenlik sorunlarına çözüm sunan blok zinciri (block chain) teknolojisi finansal piyasalarda uygulama alanı arıyor.



Mustafa Özer
mozer@tspb.org.tr

1995 yılında Harvard Business Review dergisinde Clayton Christensen'in yazdığı bir makale iş dünyasına "disruptive innovation" (yıkıcı yenilik) kavramını getirmiştir. Yıkıcı yenilik, yeni teknolojiler ile mevcut tüketici talebinde yaşanan değişim karşısında pazar liderlerinin mevcut durumlarını koruyamaması ve pazara yeni giren firmalar tarafından yerlerinin alınmasını ifade etmektedir. Bankacılık işlemlerinin internet ve mobil cihazlarla yapıldığı, borsaların kalabalık işlem salonlarının yerini süper bilgisayarların aldığı günümüzde, teknolojik yenilikler sermaye piyasasının mevcut işleyişinin değişmesine olanak vermekte ve yeni yaklaşımlarla daha önceden mümkün olmayan sistemleri kurmaktadır. Benzer şekilde, 1768 yılında yayınlanmaya başlayan Encyclopædia Britannica ansiklopedisi, internet üzerinden sınırsız ve ücretsiz bilgiye iletişim platformu wikipedia'nın başarısı karşısında 2010 yılında yazılı baskısına son vermiştir. Bir diğer yıkıcı yenilik örneği de tüketici elektroniği alanında yaşanmış, tuşlu telefonlar yerlerini dokunmatik ekranlı ve çok işlevli akıllı telefonlara bırakmıştır. Teknoloji ve iletişim alanında yaşanan bu gelişmeler farklı alanları da değiştirmiş, bankacılık ve menkul kıymet işlemleri hem altyapı olarak hem de müşteri davranışı ve beklentileriyle çevrimiçi ortama taşınmıştır.

Benzer bir yıkıcı yenilik para kavramında da ortaya çıkmıştır. Temelde değer saklama, hesap birimi ve değişim aracı olarak kullanılan para, icat olduğu zamandan günümüze benzer şekilde kullanım gösterse de, paranın formu yıllar içerisinde değişmiştir. Bu değişimin temelleri elektronik ödeme yöntemleri ile atılmış ve ilk kez David Chaum tarafından 1983'te geliştirilen dijital nakdin yıllar içerisinde evrilmesiyle elektronik para ve elektronik para birimleri ortaya çıkmıştır.

2008 yılında Satoshi Nakamoto mahlaslı geliştiricisi tarafından internette yayınlanan bir makalede ortaya çıkan elektronik para birimi bitcoin, dünya genelinde dikkat toplamış, yakın dönemde de bitcoin'in altında yatan diğer bir yıkıcı yenilik finans piyasasındaki firmaların ilgisini çekmeye başlamıştır.

Bu makalenin ilk bölümünde bir ödeme sistemi olarak ortaya çıkan elektronik para kavramından bahsedilecek ardından, elektronik para birimlerinin altyapısı olan şifreli dağıtık kayıt sistemi "block chain" veya Türkçe adıyla "blok zinciri" teknolojisi açıklanarak sermaye piyasalarındaki uygulamaları irdelenecektir.

I. ELEKTRONİK PARA VE PARA BİRİMLERİ

Makalemizin bu kısmında elektronik para ve para birimlerinin farklı ülkelerdeki tanımlamaları yapılacaktır. Ancak elektronik para birimleri hakkında detaylara inmeden önce paranın neden ve nasıl kullanıldığının açıklanması yerinde olacaktır. Tarihte bir malın diğer bir malla takas edilmesiyle başlayan bireylerarası ödemeler önce çeşitli değerli madenlerin ödeme aracı olarak kullanılmasına, sonrasında temsili madeni paralara, ardından kâğıt para ve bir kayıt şeklinde tutulan banka parasına varacak

şekilde değişimler göstermiştir. Ekonomi biliminde "istekler uyuşması" diye adlandırılan takasın eldeki mallarla sınırlı olması problemine bir çözüm olarak icat edilen "para", ilk kullanımından günümüze ekonomistlerin hemfikir olduğu üç temel göreve sahip olmuştur. Paranın bu üç temel işlevi; değer saklama aracı, hesap birimi ve değişim aracı olarak sıralanabilir.

Öte yandan paranın sahip olması gereken bazı özellikler mevcuttur. Bu özellikler, taşınabilirliğinin kolay olması, taklit edilemez oluşu, geniş kitlelerce kabul görmesi, bölünebilir ve dayanıklı olmasıdır. Parayla yapılan işlemlerin fiziksel kayıt defterlerinde tutulması ve bu kayıtların güvenilirliğinin sağlanması, merkez bankası gibi merkezi

bir kuruluşun varlığını gerektirmiştir. Merkez bankalarının kurulduğu 16. yüzyıldan günümüze bu kayıt işlemleri fiziksel defterlerde yapılırken yirminci yüzyılın ikinci yarısında gerçekleşen bilgisayar devrimi ile paranın elektronik kaydı ve elektronik formatta para mümkün olmuştur.

A. ELEKTRONİK PARA

Elektronik formatta para ya da elektronik paranın mutabakata varılmış bir tanımı olmamakla birlikte zamanla da değişen tanımlamalar olmuştur. Elektronik para kavramı son zamanlarda popülerlik kazansa da elektronik ödemeler yıllardır kullanılan bir teknolojidir. Elektronik para kavramının temeli olarak da görülen elektronik ödeme sistemlerinin geçmişini ve gelişimini incelemek, elektronik para kavramının açıklanması için faydalı olacaktır. Elektronik ödeme sistemlerinin öncülü olan kartlı ödeme sistemi ilk kez 1950 yılında Diners Club International uygulaması ile başlamıştır. Nakit olmadan kart üyelerine tanınmış kredi bakiyesi ile başlayan, sadece 2 otel ile 27 restoranda geçen bu ödeme sistemi ilk yılın sonunda 200 kullanıcıdan 20.000 kart sahibine ulaşmış ve ardından American Express, Visa, Mastercard gibi firmalar piyasaya girmiştir.

Kartlı ödeme sistemlerinden sonra ödeme teknolojisindeki diğer bir yenilik ise 1980'lerin ortasında geliştirilen akıllı kartlarla birlikte ortaya çıkmıştır. Akıllı kartların geçerli olup olmadığına karar veren mekanizma bankalardan bağımsızlaşmış ve kartın içindeki çipteki veriye bağlı olmuştur. Banka ve kredi kartlarından farklı olarak finansal hizmet sağlayıcılarının merkezi sistemlerine gerek kalmadan karttaki maddi değer (çipte bulunan para) kullanılarak ödemelere olanak tanıyan akıllı kart teknolojisinin gelişmesi ile kartta tanımlı (çevrimdışı) elektronik para kavramı da ortaya çıkmıştır.

Ekonomik değer kartta elektronik olarak saklanması teknolojisi günümüzde kullanım alanını genişletmiş; telefon kartları, uçuş sadakat programları, kartlı alışveriş ödül

programları ve hediye kartları gibi finans dışı kurumlarca da kullanılmaya başlanmıştır.

Elektronik para kavramını yasal olarak ilk tanımlamaya çalışan kurumlardan olan Avrupa Komisyonu, 2009/110/EC Elektronik Para Direktifi'nde elektronik parayı; "ihraççısı tarafından açıklanan satış fiyatı kadar değer elektronik ya da manyetik bir ortamda saklandığı ve ihraççısı haricinde de ödeme aracı olarak kullanıldığı parasal değer" olarak tanımlamaktadır. Bu tanımlamayla ulaşım, yemek veya telefon kartı gibi genellikle ihraççısı dışında geçmeyen ödeme yöntemlerini elektronik para tanımının dışında bırakmıştır.

Türkiye'de de elektronik para, Avrupa Komisyonu'nun direktifiyle uyumlu olacak şekilde 2013 yılında hazırlanan 6493 no'lu "Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları" kanununda tanımlanmıştır. Bu kanuna göre elektronik para; "ihraççı kuruluş tarafından fon karşılığı ihraç edilen, elektronik olarak saklanan ödeme işlemlerini gerçekleştirmek için kullanılan ve elektronik para ihraç eden kuruluş dışındaki gerçek ve tüzel kişiler tarafından da ödeme aracı olarak kabul edilen parasal değer" olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda bankaların çıkardığı banka ve kredi kartları ile tek bir kurumda ya da sadece belirli bir mal veya hizmet grubunun satın alınmasında veya yapılan bir anlaşma sonucunda sadece belirli bir hizmet ağında kullanılabilen ön ödemeli araçlar (örn. yemek kartları) elektronik para tanımının dışında bırakılmaktadır.

B. ELEKTRONİK PARA BİRİMLERİ

Elektronik paranın çevrimiçi ağdaki diğer şekli de elektronik para birimleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Elektronik paranın çevrimiçi yazılım olarak kullanımı 1995 yılında Dr. David Chaum'un geliştirdiği eCash elektronik para birimi örneğiyle olmuştur. E-cash, Digicash firması tarafından ihraç edilmiş ve şifrebilimden yararlanarak bilgisayar ağları üzerinden güvenli bir şekilde ödeme yapabilmeyi sağlayan çevrimiçi elektronik para birimi olarak geliştirilmiştir. Teknik olarak elektronik para olan elektronik para birimlerinin değeri bir itibari para (fiat currency) ile belirlenmezken elektronik para ihraççı kurumun müşteriden aldığı tutar kadar parayı itibari para biriminde ihraç etmesi gerekmektedir.

İtibari paradan farklı olarak genellikle geliştiricisi tarafından ihraç edilen elektronik para birimleri, önceki kısımlarda bahsedildiği üzere paranın taşınması gereken temel özellik ve işlevlere ek olarak bu işlemleri daha hızlı ve ucuz yaptığından ötürü popülerliğini giderek artırmaktadır. Elektronik para birimlerinin tanımının ve sınıflandırmasının gelecekte değişebileceği vurgusunu yapan Avrupa Merkez Bankası, 2012 yılında yapmış olduğu bir çalışmada elektronik para birimlerinin gerçek para olan ilişkisi çerçevesinde "kapalı sistem", "tek yönlü" ve "çift yönlü" olmak üzere üçlü bir sınıflandırmaya gitmiştir.

i. Kapalı Sistem

Bazı elektronik para birimleri sadece kapalı bir sistem içerisinde ve reel ekonomi ile doğrudan bir bağı bulunmadan yalnızca internet ortamında değişim aracı olarak kullanılmaktadır. Kapalı sistemlere örnek olarak bilgisayar oyunlarındaki elektronik para birimleri örnek gösterilebilir. Kullanıcılar oyundaki

performansları neticesinde sadece oyun içi kullanılmak üzere kazandıkları sanal para ile sanal ürünler satın alınır. Fakat elektronik para birimi kapalı sistem içinde kalarak gerçek dünyada kullanılamaz ya da itibari para birimine dönüştürülemez. Ancak bazı durumlarda karaborsada bu sanal para birimlerinin euro, dolar, TL gibi gerçek para birimleri karşılığında alınıp satılmasına rastlanmaktadır.

ii. Tek Yönlü Sistem

İtibari para birimleri ile satın alınabilmesine karşın, geri satılması mümkün olmayan elektronik para birimleri "tek yönlü" olarak adlandırılmıştır. Örneğin, sosyal medya platformu Facebook'un geliştirdiği "Facebook Credits" hem sanal hem de reel ürünlerin alınmasına olanak sağlamaktadır. Ancak ihraççısı tarafından belirlenen bir oranda euro, dolar, TL karşılığı satın alınan bu paranın platform üzerinde harcanması gerekmektedir. Bir alışveriş sonrası elde kalan tutarın tekrar itibari para birimlerine dönüştürülmesi mümkün değildir.

iii. Çift Yönlü Sistem

Açık veya çift yönlü sistemde, elektronik para birimleri ile gerçek para birimleri arasında sürekli bir değişim mümkün olabilmekte, satın alınan elektronik para birimleri ile ürün ve hizmet satın alınıp, sonrasında kullanılmayan elektronik para birimleri mevcut kur ile itibari paraya dönüştürülebilmektedir. Örneğin Second Life isimli çevrimiçi yaşam simülasyon oyununda geçen Linden Doları ile hem oyuncu hem de oyun içi karakter Linden Doları ile çeşitli ürün ve hizmet satın alabilmektedir. Makalenin ilerleyen kısımları

Tablo 1: Elektronik Para ve Elektronik Para Birimleri Arasındaki Farklar

	Elektronik Para	Elektronik Para Birimi
Para şekli	Dijital	Dijital
Hesap birimi	İtibari para	Üretilmiş birim (Linden doları, bitcoin)
İhraççı	Elektronik para kuruluşları	Finans dışı kuruluşlar / Kişiler
Para arzı	Değiştirilemez	İhraççının kararına bağlı değişken
Düzenleme	Var	Yok
Riskler	Operasyonel	Yasal, kredi, likidite ve operasyonel

Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, Elektronik Para Raporu 2012

larında açıklanacağı gibi elektronik para birimlerinin alınıp satıldığı borsalar mevcuttur.

Önceden de değinildiği üzere elektronik para birimleri elektronik paranın bir biçimi olmakla birlikte genellikle çevrimiçi işlemlerde geçerli ve başlı başına para birimi olan ekonomik bir değerdir. Elektronik para ile elektronik para birimi arasındaki farklar Tablo 1’de sunulmaktadır. Elektronik para, itibari para karşılığı çıkarılan, elektronik ortamda saklanan ve ihracısı haricinde de kabul gören parasal değer olarak tanımlanmaktadır. Elektronik para birimleri ise herhangi bir düzenlemeye tabi olmaması ve itibari para cinsinden ihraç edilmemesinden ötürü yukarıda tanımlanan elektronik paradan ayrılmaktadır. Ayrıca elektronik parayı sadece kanunda belirtilmiş olan ihracatçılar üretebilirken elektronik para birimlerini her türlü kişi veya kuruluş ihraç edebilir. Son olarak elektronik para birimleri ihracısı tarafından üretilmesinden ötürü para arzı tamamen ihracısına bağlı iken, elektronik paranın arzı itibari parayla sınırlanmaktadır.

Tablo 2: Elektronik Para Birimlerinin Piyasa Değeri

Elektronik Para Birimi	Piyasa Değeri (milyon\$)
Bitcoin	5.970
Ethereum	212
Ripple	175
Litecoin	139
Dogecoin	33
Dash	25
Factom	9
Peercoin	9
Stellar	8
Bitshares	8

Kaynak: www.coinmarketcap.com
(31.12.2015 itibariyle)

Tablo 2’de en yaygın olarak kullanılan ilk 10 elektronik para biriminin piyasa değeri sunulmuştur. Bu elektronik para birimleri içinde hem işlem hacmi olarak hem de bilinirlik olarak başı çeken bitcoin, dağıtık kayıt sistemi teknolojisi ile diğer elektronik para birimlerinin de önünü açmıştır.

II. BLOK ZİNCİRİ TEKNOLOJİSİ VE ELEKTRONİK PARA BİRİMLERİ

Satoshi Nakamoto takma isimli kişi ya da kişilerce 2008’de yayınlanan “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System” adlı makalenin ardından 2009 yılında piyasaya sürülen bitcoin elektronik para birimi çift yönlü bir elektronik para birimi olup, hem ülke paraları ile alınabilmekte hem de sonrasında satılarak yerel para birimlerine dönüştürülebilmektedir. Bitcoin, elektronik para-

nın mükerrer harcanması problemine getirdiği çözümle ise öncül elektronik para birimlerinden ayrılmaktadır. Günümüzdeki elektronik para birimlerin kullanıldığı dağıtık kayıt sistemi, diğer adıyla, blok zinciri (block chain) bu çözüme verilen ad olup teknik altyapısı ve devrimsel niteliği makalenin bu kısmında açıklanmıştır.

2008’de yayınlanan “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System” adlı makalenin ardından 2009 yılında piyasaya sürülen bitcoin elektronik para birimi, elektronik paranın mükerrer harcanması problemine getirdiği çözümle ise öncül elektronik para birimlerinden ayrılmaktadır.

A. BLOK ZİNCİRİ TEKNOLOJİSİ

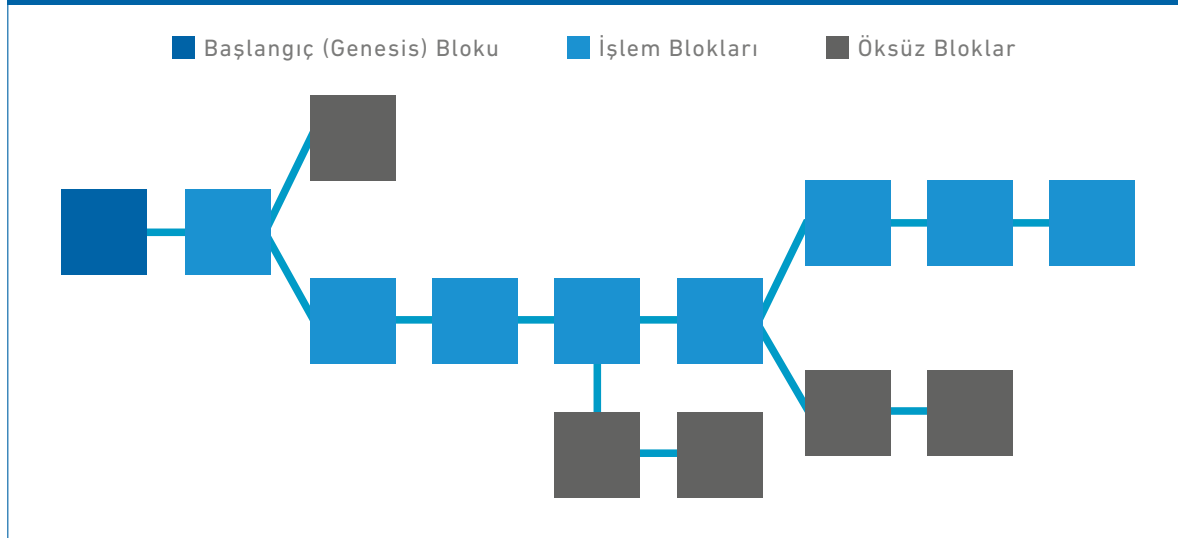
Bitcoin spekülasyon fiyat hareketleri ve medyadaki yansımalarından dolayı popüler bir elektronik para birimi olmakla birlikte Ocak 2016 verilerine göre blok zinciri teknolojisini kullanan 250'den fazla elektronik para birimi uygulamasının sadece bir örneğidir. Blok zincirinin icadından önce de Linden doları ya da eCash gibi elektronik para birimleri piyasada yer edinmiştir. Ancak bireysel internet erişiminin günümüzdeki kadar yaygın olmaması ve bitcoin'in sahip olduğu güven mekanizmasının eksikliği, bu elektronik para birimlerinin geniş kitlelere yayılmasını engellemiştir.

Bitcoin'i öncül elektronik para birimlerinden ayıran temel güvenlik farkı, ihraç ve işlem kayıt mekanizmasının merkezi olmayıp dağıtık oluşudur. Buna imkân veren teknolojik altyapı dağıtık kayıt sistemi "blok zinciri" olarak adlandırılmaktadır. Temelini şifrebilimden (kriptoloji) alan blok zinciri kayıt mekanizmasında kullanıcılar aktarmak istedikleri tutarı ve alıcının adresini internet ağında yayınlamaktadır. Bu yapıda yeni bir işlemin teyidi bloktaki önceki işlemlerde aranmakta böylece elektronik paranın tekrar kullanılması engellenmektedir. Kullanıcıların işlem kayıtlarını içeren ve günümüz bitcoin kullanımında büyüklükleri 1MB olan bloklar, tüm kullanıcıların işlemlerinin kaydının en son blokuna eklenmektedir. Bu nedenden ötürü bu dağıtık kayıt sistemine blok zinciri adı verilmiştir. Blok zinciri, bitcoin ile ortaya çıkmış olsa da, teoride sayısız uygulama alanları olmaktadır.

Blok zincirinde işlemlerin onaylanması ve blok zincirine eklenmesi için madenci adı verilen kullanıcılar devreye girer. Bitcoin madenciliği Bitcoin ağının işlemleri onaylaması amacıyla bilgisayarlara matematik işlemler yaptırmak ve ağın güvenliğini artırmak anlamına gelir. Madenciler yaptıkları işin karşılığı olarak yeni oluşturulan bitcoinleri toplamakta ve ufak bir işlem ücreti almaktadır. Onaylama ağ tarafından işlemin tamamlandığını belirtmektedir. Düşük ücretli bir işlem tek bir onaylama ile teyit alırken, 1.000 \$ gibi daha yüksek işlemler 6 ya da daha fazla onay beklemektedir. İşlemlerin yer aldığı yeni bir blok yaratıldığında, madenciler bu bloktaki bilgileri kontrolden geçirir. Bekleyen transferler madenciler tarafından onaylandığında üretilen yeni blok önceki bloklara zincirlenerek ağda yayınlanır. İşlemler tüm katılımcılara şeffaf ve açık bir şekilde gerçekleşmesinden dolayı merkezi bir kuruluşa gerek kalmadan sistemdeki işlemlerin doğruluğu temin edilmektedir.

Şekil 1'de görüldüğü gibi "başlangıç" (genesis) adı verilen ilk bloktan son işleme kadar olan kayıtlar açık mavi işlem bloklarında zincir halinde tutulmaktadır. Saniyelik farklarla daha önceden onaylanmış işlemler bloka dâhil olup yer yer zincirde çatallaşma (şekilde gri renkli) oluşturabilmektedir. Ancak zincirin uzunluğu ve teklifi esas olduğundan bu çatallaşmalar ana zincire dâhil olmamaktadır. Devam etmeyen bu tür bloklara da "öksüz blok" adı

Şekil 1: Blok Zinciri



Kaynak: http://en.bitcoinwiki.org/Block_chain

verilmekte ve bu bloklardaki kayıtlı işlemler başka bloklara kaydedilerek ana zincire eklenmektedir. Tüm işlemlerin kronolojik kaydının tutulduğu tek bir zincirin olmasından ve blokların önceki işlemlere dair bilgiler içermesinden ötürü, bu blok zincirin manipüle edilmesi hayli zordur.

Bitcoin'in güvenilirliği, kullanım alanları ve işlevselliği tartışılrsa da tarafların anlaşmışları nokta blok zinciri teknolojisinin devrimsel niteliğidir. İşlemlerin kaydının tutulmasının merkezi olmayışı güvenilirliği artırırken, işlemlerin herkes tarafından görünebilir ancak kimse tarafından değiştirilemez oluşu, işlemlerin neredeyse anlık ve çok düşük ücretlerle yapılması dolayısıyla blok zinciri teknolojisi finansal piyasalardaki kuruluşlar tarafından yıkıcı yenilik olarak konumlandırılmaktadır. İşlemlerin kaydını ve onaylanmasını ağda dağıtık bir şekilde gerçekleştiren blok zinciri teknolojisi; banka, takas merkezi vb. güvenilir bir aracıya olan ihtiyacı da ortadan kaldırmakta, finansal ürünlerde gerçek zamanlı takasa olanak vermektedir.

B. BITCOİN

Elektronik para birimlerinin en yaygın örneği, medyada da yer alan ve elektronik paranın popülerleşmesini sağlayan bitcoin'dir. Geçmiş kriptoloji uzmanı David Chaum'un yayınladığı anonim elektronik para transferi makalesi, mükerrer harcama problemi ve kripto-teknoloji bilimindeki "Bizans Generalleri Problemi"¹ diye adlandırılan birden çok bilgisayar kullanıcısının ortak hareket etmesi problemine dayanan bitcoin, günümüzde en yaygın olarak kullanılan elektronik para birimi olmuştur. Bitcoin, kullanmış olduğu blok zinciri teknolojisi sayesinde anonim olarak, güvenilir bir merkezi otoritenin olmadığı ortamda, para transferlerinde mükerrer harcama sorununu gidermesiyle öne çıkmıştır. Tek bir sahibi ve merkezi karar alma mekanizmasının olmadığı bitcoin ağını bütün kullanıcılar kolektif olarak kontrol etmektedir. Dünyanın çeşitli yerlerinden bitcoin geliştiricileri, e-posta gruplarından iletişime geçip yazılıma eklemeler yapabilmektedir.

Kişiler arası ağda (peer-to-peer) ödemelerin doğruluğunu ve kaydını merkezi bir takas birimine ihtiyaç duymadan sağlayan bitcoin'in temel amacı, mevcut ödeme sistemlerine bir alternatif getirmektir.

Blok zinciri teknolojisi, işlemlerin tutulduğu dosyanın kopyasını ağ katılımcıları ile paylaşarak katılımcılar arasında güvene gerek kalmadan işlemlerin takasını sağlamaktadır. Sermaye piyasasında mevcut takas sisteminde iki tarafın arasında yer alan ve işlemlerin doğruluğunu kontrol eden aracı kurum ya da takas merkezi taraflar arasında güvenin sağlanması için elzemken, blok zinciri gibi dağıtık bir sistemde üçüncü tarafın güvenine ihtiyaç kalmadan, sistemin kendisi takası gerçekleştirmekte ve kaydını tutmaktadır.

Özellikle blok zincirin açık kaynak koduna sahip olması sınırsız sayıda araç üretilmesine olanak sağlamaktadır. Örneğin, 250'nin üzerinde elektronik para birimi blok zinciri teknolojisini kullanmaktadır.

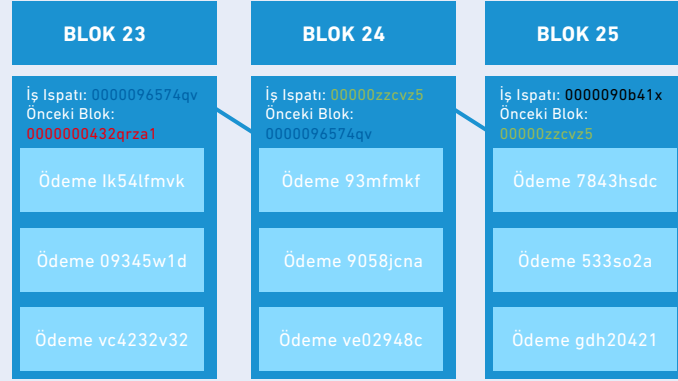
Dağıtık (merkezi olmayan) ve kimliklerin gizli (kullanıcı ismi yerine mahlas) olduğu bu sistemde, bitcoin kullanıcısı blok zincirinin kendisi ile ilgili olan kısımlarını saklayan bir hesap cüzdanına ihtiyaç duymaktadır. Cüzdanlar; e-posta adresi ile cüzdan sağlayıcı firmalardan alınmaktadır. Cüzdan sağlayıcıların yazılımları masaüstü bilgisayarlarda kullanılabileceği gibi ödemelerin kolaylaştırılması için akıllı telefon ya da USB disk gibi mobil donanımlara da yüklenilmektedir. Bitcoin kullanıcıları işlem gerçekleştirmek istedikleri anda cüzdanlarında bitcoin hesaplarını oluşturmaktadır. Bu hesaplarda bitcoinlerin kaydı ve kullanıcının blok zincirdeki işlemlerinin geçmiş bilgileri yer alırken, (aksi not düşülmedikçe) kullanıcının e-posta adresleri dışındaki kişisel bilgileri yer almamaktadır. Bu cüzdanlarda kullanıcı istediği kadar hesap numarası olarak nitelenen açık anahtara sahip olmaktadır. Bir kullanıcı birden fazla cüzdana sahip olabileceği gibi her cüzdanda da birbirinden bağımsız bitcoin hesapları bulunmaktadır. Hesap numaraları (açık anahtar) ise kullanıcının sahip olduğu bitcoin bakiyesi bilgisini içermekte olup, bu içerik tüm kullanıcılara açıktır. Çift anahtarlı bu sistemde hesap numarasına ek olarak kullanıcının şifresi olarak nitelendirilebileceğimiz gizli anahtarı ile taraflar arası işlemler yapılmaktadır.

¹ Birbirine güvenmeyen birden fazla generalin koordine bir saldırı planı yapabilmesi problemi hakkında daha fazla bilgi için <http://research.microsoft.com/en-us/um/people/lamport/pubs/byz.pdf>

KUTU 1: Bitcoin Transferi

Bitcoin bir ödemeler kaydı serisinde kullanıcının işlemlerinin veri olarak sistemde tutulmuş halidir. Bir kullanıcı 10 bitcoin'im var dediğinde aslında söylemek istediği 10 bitcoin'e sahip olduğu değil cüzdanındaki bir açık anahtarla net 10 bitcoin'lik işlem kaydı olduğudur. Kullanıcının hesabına bir transfer gerçekleştiğinde bitcoin'leri artmış, hesabındaki bitcoin'lerle harcama yaptığı da bitcoin'leri azalmış gözükcektir. Tüm bu ödemelerin kaydı blok zinciri adı verilen sanal ve dağıtık kayıt defterinde tutulmaktadır.

Şekil 2: Blok Zinciri Üzerinde Bitcoin Transferi



Kaynak: bitcoin.org

Örneğin, Deniz, Onur'a bitcoin yollamak istediğinde, işlemin gerçekleşmesi için 3 bilgiye ihtiyaç duyacaktır. Bunlar,

1. Kendi mevcut bakiyesi
2. İşlem miktarı (Onur'a yollamak istediği miktar)
3. Onur'un bitcoin hesabı

İşlem Deniz'in cüzdanının blok zincirinin güncellenmesi için talimat vermesiyle başlar. Talimat uyarınca, Deniz'in cüzdanındaki miktar azalacak ve Onur'un cüzdanı ise aynı miktarda artacaktır. Bitcoin ağında bu işlemin teyit edilmesi bir kaç basamakta yapılır. Deniz'in gerçekleştirmek istediği transfer işlemi için kendi mevcut bakiyesinden Onur'a yollamak istediği işlem miktarını Onur'un açık anahtarı olarak da bilinen bitcoin hesabına aktarma talebi iletir. Aktarma işlemi ağda yayınlandığından Deniz ve Onur'un hesap numaralarını bilen herkes bu işlemi görebilmektedir. Deniz'in Onur'a yapmış olduğu 9058jcnä nolu ödeme onaylandığında 24 nolu blok'a eklenir. Şekil 2'de görüldüğü gibi her blokta birden fazla ödeme işlemi bulunmaktadır. Blok oluşturmak için her bloka iliştilmiş olan iş ispatı, bu blokun ağ tarafından kabul edilmesi için zorunlu tutulur ve blokun kendinden bir önceki bloka referansa bulunur. Örneğin 24 numaralı bloktaki işlemler aynı zamanda gerçekleşen işlemleri içermektedir ve 23 numaralı bloktaki işlemlerden sonraki işlemleri kaydetmektedir. 23 nolu bloktaki iş ispatı numarası, sonraki blokta referans olarak geçmektedir.

Böylece bitcoin ağında gerçekleşmiş işlem kayıtlarıyla teyit alınıp Deniz'in Onur'a aktarmak istediği bitcoinlere sahip olup olmadığını ağda kontrol edilir. Kayıtlar madenciler tarafından doğrulandığında, Deniz'in talimatı diğer onaylanmış işlemlerle beraber yeni bir blok haline gelerek zincire eklenecektir.

Bitcoin hesaplarının üretildiği cüzdanlardan yapılan transferlerde, mükerrer harcamayı önlemek için, yapılan işlemler dağıtık bir kayıt sistemi olan blok zinciri mekanizmasında tutulmaktadır. Madenci olarak adlandırılan kişi ya da genellikle devasa gruplar bitcoin sisteminde ortaklaşa

çalışıp bitcoin algoritmasının önceden belirlemiş olduğu karmaşık matematiksel problemleri çözüp işlemleri teyit etmektedir. Teyit blokunu ilk duyuran madenci ise teyit işlemi için kullanmış olduğu bilgisayar işlemcisinin ve elektriğin hizmet bedeli olarak yeni üretilen bitcoin ihracı ile ödül-

Şekil 3: Bitcoin İhrac Algoritması

4	x	6	x	24	x	365	=	210,240
Ödül turu kapsamındaki yıl sayısı		Saat başına oluşan blok sayısı		Bir günde işlem gerçekleşen saat sayısı		Bir yılda işlem gerçekleşen gün sayısı		1 ödül turunda oluşan blok sayısı

lendirilmektedir. Bu ödül miktarı ilk yıllarda blok başına 50 bitcoin olup günümüzde 25 adete, önceden belirlenmiş zaman aralıklarıyla da (yaklaşık olarak her dört yılda bir) yarıya düşmektedir. Böylelikle hem sistemde para ihracı kontrol edilmekte hem de işlemlerin teyidi sağlanmaktadır. Önceden programlanmış bitcoin algoritmasına göre üretim sıklığı 10 dakikada 1 blok oluşacak şekilde ayarlanmıştır. Bu işlem 365 gün 24 saat gerçekleşmektedir. Bitcoin ağında 4 yılda bir ödül turu tamamlanır ve her bir turda yaklaşık 210.000 blok üretilir. Her bir turda ödülün yarıya düşmesi sebebiyle 2140 yılında üretilmiş bitcoin sayısı 21 milyon ile sınırlanmıştır. Bu sayı algoritmanın getirdiği bir limit olup Şekil 3'teki gibi hesaplanmaktadır.

Bu sınırlamaya ek olarak, doğruluğu sistemde uzlaşma ile sağlanan işlem sonucu oluşan blok, dağıtık kayıt sistemi olarak, belirtilen ve bütün ödemelerin kaydının kronolojik olarak tutulduğu bloklar zincirine dâhil olur. Blok zinciri altyapısının getirmiş olduğu bu zorluktan dolayı bitcoin güvenilir bir ödeme sistemi sağlamıştır.

Her ne kadar getirmiş olduğu yenilikler ve kontrol mekanizmaları ile güvenilir bir sistem olarak görülse de bitcoin bir elektronik para birimi olarak çeşitli eleştirilere de maruz kalmıştır. Çift yönlü bir elektronik para birimi olan bitcoin'in; magnr, Kraken gibi başarılı borsa örnekleri olmak ile birlikte düzenlemeye tabii olmadığından dolayı işlemlerin yapıldığı borsalar ve bitcoin bankaları bazı durumlarda yatırımcıları dolandırmaktadır. Öte yandan işlemlerin geri dönüşümsüz yapılması da çeşitli riskleri barındırmaktadır. Ayrıca geçtiğimiz yıllarda bitcoinin fiyatında yaşanan dalgalanmalar bitcoin'in kısa sürede para kazanma aracı olarak algılanmasına neden olurken, anonim yapısından ötürü medyada vergi kaçakçılığı, karaborsa ve para aklama gibi yasal olmayan işlemlerle anılmıştır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde Bitcoin Savings & Trust firması, yatırımcılarına yatırdıkları paranın kısa sürede pazar oranlarından yüksek (haftalık %7 ya da üç günde %1'lik) faiz vaadiyle bitcoin'i kullanarak bir Ponzi oyunu tasarlanmış ve toplamda 4,5 milyon dolar değerinde (750.000 adet) bitcoin dolandırıcılığı yaptığı ortaya çıkmıştır. Bu vaka, bitcoin kullanılarak yapılan ilk dolandırıcılık vakası olarak dikkat çekmektedir.

Finansın çeşitli alanlarında rastlanan Ponzi oyunlarına ek olarak bitcoin'in bilgisayar verilerinden oluşan yapısından dolayı sahtecilik riski de bulunmaktadır. Verilerin değiştirilmesiyle sahte bitcoinlerin sağlanması teoride mümkündür. Ancak bitcoin'in işlerliğini sağlayan ve mükerrer harcamayı engelleyen dağıtık kayıt defteri blok zinciri teknolojisi sayesinde bu bitcoinler geçersiz olmakta ve dolaşıma dâhil edilmemektedir. Örneğin, 2010 yılında sistemdeki bir açığatın dolayı sınırsız bitcoin üretilmiştir, ancak bitcoin sistem geliştiricilerinin müdahalesiyle üretilen sahte bitcoinler sisteme dâhil olmadan yok edilmiştir.

Genel itibarıyla bitcoin çevresinde yaşanan tartışmalar herhangi bir para biriminde de yaşanabilecek sorunlardır. Para elektronik olsun ya da olmasın, vergi kaçakçılığı, para aklama, sahte para basımı ve hırsızlık gibi yasadışı işlemlerde kullanılmaktadır. Bitcoin destekçileri sorunun paranın fiziksel olup olmamasından ziyade kullanıcıların hatalı davranışlarına odaklanmaktadır. Ayrıca bitcoin taraftarları blok zinciri teknolojisine vurgu yapmakta ve bu teknolojinin mimarının da söylediği üzere sistemde dürüst kullanıcıların sayısı (ya da CPU işlemci gücü) sahtekâr kullanıcılarından fazla olduğu sürece dağıtık kayıt defteri olan blok zincirinin değiştirilmesi mümkün olmamakta, kısacası sisteme yapılacak herhangi bir müdahale geçersiz olmaktadır.

III. SERMAYE PİYASASINDA BLOK ZİNCİRİ UYGULAMALARI

Özellikle 2015 yılı itibarıyla, uluslararası bankalar, finans kuruluşları ve borsalar, blok zinciri teknolojisini kendi faaliyet alanlarında nasıl uygulayacakları ile ilgili çalışmalarını yoğunlaştırmıştır. İspanya merkezli Santander Bankası, 2015 yılında yapmış olduğu bir araştırmada bankaların 2022 itibarıyla blok zinciri teknolojisini kullanarak sınır ötesi ödemeler, menkul kıymet işlemleri ve uyum maliyetlerini yıllık 20 milyar \$ civarında azaltabileceğini hesaplamıştır. Bu maliyet avantajını göz önünde bulunduran finansal kuruluşlarda teknoloji odaklı girişimlere yatırım yapmaktadır.

Tablo 4'te görüldüğü üzere özellikle 2014 yılı itibarıyla blok zinciri üzerine çalışmalar yapan yeni şirketlere girişim sermayesi akışı yoğunlaşmış ve 2012-2015 yılları arasında bu girişimlere aktarılan toplam girişim sermayesi 950 milyon \$'a ulaşmıştır.

2015 yılı itibarıyla "Block Chain 2.0" olarak da adlandırılan akıllı sözleşmeler (smart contracts) finansal kurumların ilgi alanına girmiştir. Borçların taraflar arasında otomatik ödenmesi, mirasların ölümün teyidinden sonra varislere paylaşılması ve menkul kıymetlerin kaydı ile takası, akıllı kontratların başlıca uygulama alanları olarak görülmektedir.

Teknik altyapısı dolayısıyla tarafların olduğu işlemlere ve bu işlemlerin kaydına yeni bir altyapı sunan blok zincirinin elektronik para birimine ek olarak, tahvil ihracı, türev işlemi, sözleşmeler gibi alternatif uygulamaları da vardır. Hâlihazırda temelinde takas ve satış işlemleri yatan çoğu sermaye piyasası işlemleri için blok zinciri uygulamaları finansal hizmet sağlayıcı firmaların yeni kurdukları inovasyon laboratuvarlarında denenmektedir.

Örneğin, UBS Bank blok zinciri teknolojisi kullanarak kupon ve anapara ödemelerin otomatikleştirildiği akıllı bono ihracı üzerinde çalışmaktadır. Blok zinciri altyapısı sayesinde finansal ürünlerin takasının neredeyse anlık gerçekleşmesi, aracılık ücretlerinin ve operasyonel risklerin azalması hedeflenmektedir. Ancak ihracının hesabında para olmaması durumunda akıllı bonoların

nasıl işleyeceği henüz netlik kazanmamış olup firmalar bu konuda araştırmalarına devam etmektedir.

Bu alanda gerçekleşen deneysel çalışmalardan ilki Haziran 2015'te Overstock şirketinin kendi blok zinciri girişimi olan t0.com platformunda şirketin tahvil satışı yapması olmuştur. 500.000\$'lık ilk kripto-tahvil satışı blok zinciri teknolojisi sayesinde aynı günde gerçekleşmiştir.

2014 yılı başında girişim sermayesiyle kurulan R3cev, Bank of America, BNY Mellon, Citi, Commerzbank, Deutsche Bank, HSBC, Mitsubishi UFJ Financial Group, Morgan Stanley, BBVA, UBS, Goldman Sachs ve Société Générale'nin de içinde bulunduğu 43 global firmanın desteğini almıştır. R3cev, finansal hizmet sağlayıcılarına blok zincirini kullanarak blok zinciri teknolojisini mevcut altyapılarına nasıl dâhil edeceği üzerine çalışmalar yapmaktadır.

Blok zinciri alanında çalışan diğer bir firma olan chain.com da 2015 yılında Visa, Nasdaq, Citi gibi küresel finansal kuruluşlardan 30 milyon dolar girişim sermayesi desteği alarak blok zinciri altyapısını bitcoin'de olduğu gibi menkul kıymet işlemlerinin ve kaydının anlık yapıldığı platformlar üzerine çalışmaktadır.

Nasdaq da chain.com internet girişimi ile Nasdaq Özel Pazarında blok zinciri teknolojisi ile halka açık olmayan şirketlerin paylarında işlem yapılması için çalışmaktadır. Nasdaq, linq adı verilen bu sistem kullanıldığı takdirde, blok zinciri teknolojisini ilk kullanan küresel borsa olacaktır.

Tablo 3: Blok Zinciri Şirketlerine Yapılan Girişim Sermayesi Yatırımları (milyon \$)

2012	2.1
2013	95.0
2014	361.4
2015	490.5

Kaynak: coinbase

Sermaye piyasasında işlemler yapılırken tahvil, pay sene- di gibi varlıkların takası katılımcılar arasında gerçekle- şirken bu takasın kaydının ve onayının tutulması için bil- gilerin transferinin gerçekleşmesi gerekmektedir. Farklı katılımcıların koordinasyonunu gerektiren bu işlemlerde operasyonel riskler olmakta ve araçların varlığı dolayısı- la maliyetler artmaktadır. Dağıtık kayıt sisteminin kullanıl-

dığı işlemlerde emirlerin gerçekleşmesi otomatik ve nere- deyse anlık olacağından hata riski ve aracı kurum, takas kurumu gibi araçlara olan ihtiyacın azalmasıyla maliyet de hafiflemektedir. Ayrıca, sistemin dağıtık olmasından dolayı herhangi bir siber saldırıda verilerin değişmesi mümkün olmamakta, genel bir güvenlik sağlanmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

1995 yılında Clayton Christensen'in Harvard Business Review dergisinde bahsettiği "yıkıcı yenilik"lerden birisi para kavramında yaşanmaktadır. Bankalarda kullanılan paralara alternatif olarak geliştirilen elektronik para ve elektronik para birimleri bu yıkıcı yeniliğin merkezinde yer almaktadır.

Elektronik para, bir anlamda herhangi bir ekonomik değe- rin, çip gibi elektronik ya da bant gibi manyetik ortamlarda saklanan bir veridir. İlk başlarda, Diners International Card gibi ödemeleri kolaylaşması için belirli bir ağ içinde kullanımla başlayan kartlı ödeme sistemleriyle, paranın elektronik kaydı kavramı giderek yaygınlaşmıştır. David Chaum adlı tekno-girişimcinin eCash adı verilen ve sadece yazılım dünyasında geçerli olan elektronik para birimini icat etmesiyle yeni bir boyut kazanmıştır. Ancak, esasında bir veri olan elektronik paranın, elektronik postadaki eklentiler gibi birden fazla kopyası oluşturulup kişilerle paylaşılması ve mükerrer harcama yapılması riskine sahip oluşu güven problemi yaratmıştır. Öncül elektronik para girişimleri Visa ve MasterCard gibi ödeme firmaları tarafından desteklenmiş olsa dahi 1990'lı yıllarda inter- netin yaygın olmaması ve yeteri kadar kullanıcı bulmama- sından ötürü piyasadan çekilmiştir.

1983'te David Chaum'un bahsettiği kriptografik para birimlerinden farklı olarak bitcoin dağıtık kayıt altyapı sis- temi kullanmaktadır. Bildiğimiz anlamdaki paranın işlevini verilere aktaran, bu işi neredeyse anlık olarak, çok ucuza yapan bitcoin elektronik para birimi, dağıtık kayıt siste- miyle takas aracısına olan ihtiyacı ortadan kaldırmaktadır. Bitcoin'in çalışmasına imkân veren sistem 2014'ün sonu-

na kadar pek dikkat çekmemiş, tartışmalar daha çok bu altyapıyı kullanan elektronik para birimi olan bitcoin etrafında gerçekleşmiştir. Bu süreçte bitcoin hem spekü- latif fiyatı hem de yasadışı satın almalarda kullanıldığı için eleştirilere uğramış ayrıca bitcoin alım-satım borsaların- da yaşanan dolandırıcılık ve cüzdan sağlayıcılara yapılan saldırılar sonucu kaybolan hesap cüzdanları gibi haber- lerle medyada olumsuz şekilde yer edinmiştir. Örneğin, 2013 yılında inputs.io web cüzdan sağlayıcısına yapılan bir saldırı sonucu 4.100 adet bitcoin kullanıcıların hesap- larından çalınmıştır. Ayrıca, mevcut durumda karar alma mekanizmasının net olmaması blok zinciri için olumsuz yanlardır. Yanlış işlem girildiğinde işlemlerin geri dön- dürülemez oluşu ve arabulucu mekanizmanın olmayışı kullanıcılar için bir risk oluşturmaktadır.

Bu negatif algıdan dolayı farklı sektörler bitcoin teknolo- jisine mesafeli dursalar da özellikle yakın dönemde blok zinciri teknolojisi ve sermaye piyasası başta olmak üzere farklı alanlarda kendi işleyişleriyle nasıl bütünleştire- bilecekleri üzerinde çalışmalar başlamıştır. Blok zinciri teknolojisi ile gerçekleşen işlemlerin kaydı anlık ve her- kese açık bir şekilde tutularak fiyat ve zamandan tasarruf sağlanabilmektedir.

Güven mekanizmasını kullanıcılara veren blok zinciri dağıtık kayıt teknolojisi bildiğimiz anlamda finansın işle- yişini değiştirecek olması, başta bankalar, merkezi takas kuruluşları veya yatırım kuruluşları gibi araçlara olan ihtiyacı ortadan kaldıracılabilecek olması bu konuyu finans hizmet sağlayıcılarının odağına almaktadır.

Kaynaklar

- Atış, D. Elektronik Para Birimleri, Türkiye İş Bankası, 2014
- Avrupa Merkez Bankası, Elektronik Para Türleri Raporu, Ekim 2012,
- Blundell, A., The BitCoin Question, OECD, 2014
- Blockchain Distrupting the Financial Services Industry?, Deloitte, 2015
- Böhme, R., Christin, N., Edelman, B. ve Moore, T., Bitcoin: Economics, Technology, and Governance, Journal of Economic Perspectives, 2015
- Blockchain in the Investment Bank, Accenture, 2015
- Bower, J. L., ve Christensen, C., M., Disruptive Technologies: Catching the Wave, HBR, 1995
- E-Money Directive (2009/110/EC), Avrupa Komisyonu Elektronik Para Direktifi, 2009
- Gürkaynak G., Yılmaz, I., Regulating payment services and electronic money: A comparative regulatory approach with a specific focus on Turkish Legislation, 2015
- Medcraft, G., Future of capital markets in a digital economy, Konuşma Metni, 2015
- Nakamoto, S., Bitcoin: A Peer to Peer Electronic Cash System, 2008
- Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları Hakkında Kanun, BDDK
- Santander, The Fintech 2.0 Paper: rebooting financial services, 2015
- Wang, J.C., Lo, S., Bitcoin as Money?, Federal Reserve Bank of Boston, 2014
- Bitcoin: bitcoin.org
- Chain: www.chain.com
- T0: www.t0.com

FİNANSAL GİZLİLİK

Küreselleşmenin etkisiyle sermaye akışlarının önündeki engellerin kalkması, ülkeler arasında nakit aktarımının kolaylaşmasına eden olmuştur. Bu durum vergi ödemekten kaçınmak isteyenlerin de faaliyetlerini kolaylaştırmaktadır.

Yasal veya yasadışı yollardan elde edilmiş kaynakların vergilendirilmemesi için yetkililerden kaçırılması ve saklanmasına finansal gizlilik denmektedir. Finansal gizliliğin dünyada hayli yaygın olduğu ve vergi cenneti olarak nam salmış bir kaç küçük ada ülkesine indirgenmemesi gerektiği anlaşılmaktadır. Dünyanın en kuvvetli ekonomilerinin de finansal gizliliğin büyük destekçisi ve faydalanıcısı konumunda bulunduğu, finansal gizliliğin etki ve kapsamının hayli geniş olduğu görülmektedir.

Finansal gizliliğin yapısı, mahiyeti, amacı, tarihçesi ve uygulamalarının irdelendiği makalemizde gizlilikle mücadele eden uluslararası kurumların çalışmaları da incelenmektedir.



Onur Salttürk
osaltturk@tspb.org.tr

FİNANSAL GİZLİLİK

Gittikçe küreselleşen dünya ve gelişen teknoloji ile beraber ülkeler arası nakit akışı kolaylaşmış, yatırımcıların kaynaklarını çeşitli ülkelere kaydırma ve saklama olanakları artmıştır. Farklı yatırım araçlarına erişim fırsatı sunan bu durum, yatırımcılara portföylerini çeşitlendirme imkanı sunarak, getirilerini artırmalarını ve risklerini azaltmalarını mümkün kılmıştır. Ancak sermaye akışı önündeki engellerin kalkmasıyla hem vergi kaçakçılığında bulunmak hem de yasadışı yollardan elde edilmiş varlıkları gizlemek de önemli ölçüde kolaylaşmıştır. Bu amaca hizmeten, finansal kuruluş veya düzenleyicilerin müşterilerin bilgilerini kasten koruması, ilgili resmi makamlarla paylaşmaması, gizlemesi, hatta toplanmasını reddetmesine “finansal gizlilik” denmektedir.

Finansal gizlilik genellikle Bermuda, Panama gibi küçük ada ülkelerinde görülse de gizlilik sadece bu ülkelerle sınırlı değildir. Hatta çoğunlukla İsviçre, Singapur gibi gelişmiş ülkelerde finansal gizliliğin yaygın ve kurumsallaşmış olduğu, toplumun pek çok kesimi tarafından hararetle savunulduğu ve diğer ülkelerle uluslararası örgütlere karşı özenle korunduğu gözlenmektedir.

Finansal gizliliğin vergi cenneti olarak adlandırılan birkaç ada devletine indirgenmemesi ve dünyanın en büyük ekonomilerinin de bu sistemin destekçisi olduğunu vur-

gulamak adına gizliliğin yaygın olduğu ülkelere aşağıda değinilecek olan “Tax Justice Network” tarafından “gizlilik ülkeleri” denmiştir. Gizlilik ülkeleri kişi ve kurumların diğer ülke kanun, kural ve düzenlemelerinden kaçması ve/veya atlatması için başta gizlilik olmak üzere çeşitli olanaklar tesis eden ülke ve bölgeler olarak tanımlanmaktadır.

Gizlilik ülkeleri, dünyanın en büyük finansal merkezlerini de kapsadığından finansal gizliliğin düşünüldüğünden daha yaygın ve etkin olduğu anlaşılmaktadır. Tax Justice Network’ün 2012’de yayımladığı rapora göre gizlilik ülkelerinde muhafazakâr hesaplamalarla gizlilik altında 21 ila 32 trilyon \$ arası bir büyüklüğün vergiden muaf olarak tutulduğu tahmin edilmektedir.

Değişen ekonomik ve coğrafi koşullara göre sürekli dönüşüm içinde bulunan gizlilik ülkeleri hacim ve gelişmişliklerine göre belirli alanlarda uzmanlaşabilecekleri gibi geniş yelpazede de hizmet sunabilmektedir. Örneğin, İrlanda ve Hollanda’nın kurumsal vergilendirme ve finansal düzenlemelerde oldukça esnek olduğu gözlemlenirken Lüksemburg ve İsviçre’nin bankacılık alanında gizlilikle ön plana çıktığı görülmektedir.

Finansal kuruluş veya düzenleyicilerin müşterilerin bilgilerini kasten koruması, ilgili resmi makamlarla paylaşmaması, gizlemesi, hatta toplanmasını reddetmesine finansal gizlilik denmektedir.

I. GENEL BİLGİLER

Doktorların hastaları hakkındaki mahrem bilgileri ifşa etmemesi ilkesine benzer şekilde finansal kuruluşlar da müşterilerine ait özel bilgileri üçüncü taraflarla paylaşmaz. Ancak finansal gizlilik, bu haklı ve makul durumdan farklı olarak, vergilendirme veya adli takibat gibi nedenler için yetkili mercilerle veri paylaşımından kaçınılması olarak nitelendirilmektedir.

Hayli eski bir geçmişe sahip finansal gizlilik ilk kez 1848'de İsviçre Konfederasyonu'nun kurulması ile Zürih

ve Cenevre'de kurumsallaşmış ve bir iş sahası olarak ortaya çıkmıştır. 1960'dan bu yana Anglosakson geleneğinden gelen Hong Kong, Singapur gibi finansal merkezler yanında Lüksemburg gibi İsviçre türevi Kıta Avrupası örneklerinin de yükselişe geçmesiyle gizlilik ülkelerinin sunduğu hizmetlerin hacim ve çeşidinde ciddi bir artış yaşanmış, gizlilik ülkelerine muhtelif dönemlerde yüklü sermaye akışları gözlenmiştir.

A. FİNANSAL GİZLİLİK UYGULAMALARI

En iyi bilinen finansal gizlilik uygulaması İsviçre usulü bankacılık gizliliğidir. 1934 Federal Bankacılık Kanunu ile düzenlenmiş İsviçre örneğinde olduğu gibi bankacılar müşterileri hakkında hiç bilgiyi hiç bir koşul altında ifşa etmemektedir. Tam bir gizlenme olanağı sağlayan bu durum nereden elde edildiği açıklanamayan varlıkların korunması için hayli elverişli bir olanak yaratmaktadır.

Bir diğer gizlilik uygulaması ise paravan şirket, trust, vakıf gibi yasal ancak istismara açık oluşumların kurulmasına müsaade etmektir. Gizlilik ülkelerinde bu yapılara ilişkin mülkiyet, kuruluş amacı gibi en temel bilgilere dahi erişilememektedir. Bu yapılar dahilinde banka hesaplarından şirket hisselerine, gayrimenkullerden sanat eserlerine kadar pek çok varlık tutulabilmekte ancak kimin bu varlıklardan ve bu varlıklardan doğan gelirlerden faydalandığı tespit edilememektedir.

Yaygın gizlilik uygulamalarından bir diğeri ise gizlilik ülkelerinin işbirliği ve bilgi paylaşımını engellemek üzere yaptığı düzenlemelerdir. Gizlilik ülkeleri, diğer ülke ve uluslararası kuruluşlar tarafından yapılan istek ve soruşturmaları ya doğrudan geri çevirmekte ya da bürokratik engellerle aksatmaya çalışmaktadır. Bu anlamda sıklıkla izlenen etkin bir yol yerel şirket ve hesaplar için bilgi toplanmaması ya da sınırlı miktarda bilgi toplanmasıdır. Bilgi alışverişi hakkındaki uluslararası anlaşmalara ülkeler imza atsalar dahi paylaşılacak veri kayıtlarda bulunmadığından bu anlaşmaların pratikte faydası sınırlı kalmaktadır.

Gizlilik ülkelerinin genelgeçer bir tanımı bulunmamasıyla beraber bir başka ülkenin kanun, kural, düzenleme ve uygulamalarından muafiyet sağlama imkanı sağlayan ülke/özel yönetim bölgeleri olarak anılmaktadır. Gizlilik ülkeleri temel olarak vergi uygulamaları, finansal düzenlemeler, kurumsal yönetim ilkeleri ile veraset ve intikal kanunlarından kaçınmak için tercih edilmektedir.

Gizlilik ülkeleri, sundukları offshore finansal hizmetler, politikacılar, medya kuruluşları, akademisyenler gibi yerel gruplar tarafından eleştirilmediği hatta korunduğundan ve gizlilik düzenlemeleri çoğunlukla yabancı çıkar grupları tarafından tasarlandığı ve uygulandığı için Tax Justice Network tarafından "esir ülkeler" olarak adlandırılmaktadır.

Dünyanın önde gelen bankalarının, hukuk bürolarının, muhasebe şirketlerinin ve yönetim danışmanlarının oluşturduğu küresel bir ağ, vergi kaçakçılığına olanak sağlamak için gizli offshore yapıları tasarlamakta ve pazarlamaktadır. 1980'lerden bu yana finansal küreselleşmenin ivme kazanmasıyla gizlilik sağlama hususunda ülkelerin birbirleriyle kıyasıya rekabete girdiği gözlenmektedir.

Finansal gizliliğin olumsuz etkilerinin sadece vergi kaçırma ile sınırlı kalmadığı bilinmektedir. Gizlilik ülkelerinin yarattığı opaklık finansal sisteme olan güvenin sarsılmasına sebep olmaktadır. Gizlilik uygulamaları vergi kaçakçılığını kolaylaştırmakla beraber ülkeleri dolandırıcılık, yolsuzluk, rüşvet, kara para aklama benzeri suçların cereyan ettiği bir ortam haline getirebilmektedir.

Kutu 1: Tax Justice Network

Tax Justice Network (Vergi Adaleti Ağı, TJN) 2003 yılında bir grup aktivist tarafından Birleşik Krallık'ta kar amacı gütmeyen bir şirket olarak kurulmuş uluslararası bir bağımsız düşünce kuruluşudur. İngiltere, Arjantin, İsrail ve Almanya gibi ülkelerde yerleşik 11 tam zamanlı personeli bulunan TJN dönem dönem çeşitli akademisyenler, uzmanlar ve danışmanlar ile işbirliği yapmaktadır. Kurumun ana amacı gizlilik ülkeleri, uluslararası vergilendirme ile finansal düzenlemeler, vergi politikaları ve vergi kaçakçılığının olumsuz etkileri üzerine araştırma ve incelemelerde bulunmak, ilgili konular hakkında raporlar, makaleler, kitaplar ve benzeri yayınlar hazırlamak, seminerler ve konferanslar düzenlemektir. TJN'nin finansmanı hayırseverlerin hibe ve bağışlarından sağlanmakta ve kurumun herhangi bir siyasi parti ile bağı bulunmamaktadır.

B. FİNANSAL GİZLİLİK ENDEKSİ

Finansal Gizlilik Endeksi (FGE), finansal gizliliğe her ülkenin katkısını tespit etmek amacıyla ilk kez 2009 yılında Tax Justice Network tarafından tasarlanan, nitel ve nicel verilere göre belirlenen bir gizlilik notudur. FGE ilk kez 2009'da 60 ülkeyi kapsayacak şekilde yayınlanmış, 2011 ve 2013 yıllarında da iki yıllık olarak yayımlanmaya devam etmiş ve en son 2015 sonbaharında 93 ülkeyi içine alacak şekilde yayınlanmıştır.

Finansal gizlilik endeksinin ana amacı, ülkelerin gayrimişru sermaye akışlarını sağlamak için faydalandıkları yöntemleri belirlemede kullanmak üzere veri toplamak ve analitik bir çerçeve oluşturmaktır. Endeksin bir diğer amacı ise gizliliğe ilişkin küresel politikaları takip ve teşhir ederek paydaşlar arasında farkındalık ve bilinçlenme sağlayarak uluslararası finansal şeffaflığı artırmaktır. Finansal gizlilik endeksi, ülkeleri sundukları finansal hizmetlerin gizlilik ve büyüklüğüne göre sıralamakta ve küresel finansal gizliliği, gizlilik ülkelerini ve yasadışı sermaye kaçışlarını saptamaktadır.

Finansal gizlilik endeksi hesaplanırken iki değişken göz önünde bulundurulmaktadır. Bunlardan ilki gizlilik notudur. Caydırıcı kanunlar, yürürlükteki düzenlemeler, ülkeler arası işbirliğine yatkınlık gibi değişkenlere göre belirlenen gizlilik notu, finansal hizmet uygulamalarında daha opak, diğer ülke makamları ile ortak çalışmaya daha kapalı ve uluslararası gizlilikle mücadele düzenlemeleri ile uyumsuz ülkeler için daha yüksektir. Şeffaflıktan ve diğer ülkeler ile etkin veri paylaşımından kaçınan bu ülkeler yasadışı faaliyetlerden elde edilen varlıkları gizlemede cazip yerler

haline getirmektedir. İleride detaylı olarak değinilecek olan 15 nitel göstergenin (göstergelerin birleştirilmesi ile her ülke için 0 ila 100 arası bir not belirlenmektedir) küpü ilgili ülkenin küresel offshore hizmetlerdeki ağırlığının küpköküyle çarpılması sonucu finansal gizlilik endeksi hesaplanmaktadır.

Finansal gizlilik olgusunu sadece bir kaç ada ülkesine indirgeyen genelgeçer yaklaşımı önlemek ve gizlilik notu yüksek ancak hacmi gözardı edilebilir ülkeleri ayıklamak için ülkelerin küresel offshore hacimleri de uluslararası finansal hizmet verileri derlenerek değerlendirmeye alınmıştır. Böylece Vanuatu, Samua gibi yüksek gizlilik notuna sahip olup aslında küresel offshore hizmetlerde hayli dar bir rol alan gizlilik ülkelerinin sıralamadaki yeri aşağılarda kalmaktadır.

$$\text{Finansal Gizlilik Endeksi (FGE)} = \text{Gizlilik Notu}^3 * \text{Küresel Ağırlık}^{1/3}$$

Hesaplama yöntemi dolayısıyla finansal gizlilik endeksi, gizlilik notu daha düşük ancak hacmi daha büyük olan ülkeleri daha yukarılarda sıraladığı yönünde eleştirilere maruz kalmaktadır. Ancak büyük ülkeler küçük ülkelere nispeten daha az "gizli" olmalarına karşın sundukları hizmetlerin kapsam ve etkisi nedeniyle finansal gizlilik açısından daha büyük önem teşkil etmektedir. Bu sebeplerden çoğunlukla küçük ada ülkeleriyle anılan finansal gizlilik kavramı endekste daha büyük ekonomiler için de kullanılmaktadır. 2015 yılı için açıklanan finansal gizlilik endeksi, geleneksel olarak vergi cenneti olarak tanımlanmayan Çin, Fransa, Almanya ve Japonya dahil olmak üzere toplam 93

ülkeyi kapsamaktadır. Birleşik Devletler, görece düşük gizlilik notuna rağmen, kendine üçüncü sırada yer bulmuştur. 2013 yılı sıralamasına göre 3 basamak birden yükselerek

3. sıraya oturan ABD 2013'ten bu yana notu artan (bir diğer değişle gizlilik uygulamaları güçlenen) nadir ülkeler arasında bulunmaktadır.

Tablo 1: Finansal Gizlilik Endeksi Sıralaması (2013)

Sıralama	Ülke	Finansal Gizlilik Endeksi	Finansal Gizlilik Notu	Uluslararası Ağırlıklandırma (%)
1	İsviçre	1,765	78	4.92
2	Lüksemburg	1,455	67	12.05
3	Hong Kong	1,283	72	4.21
4	Cayman Adaları	1,234	70	4.69
5	Singapur	1,217	70	4.28
6	ABD	1,213	58	22.59
7	Lübnan	748	79	0.35
8	Almanya	738	59	4.33
9	Jersey	592	75	0.26
10	Japonya	513	61	1.19

Kaynak: Tax Justice Network

Tablo 2: Finansal Gizlilik Endeksi Sıralaması (2015)

Sıralama	Ülke	Finansal Gizlilik Endeksi	Finansal Gizlilik Notu	Uluslararası Ağırlıklandırma (%)
1	İsviçre	1,466	73	5.63
2	Hong Kong	1,259	72	3.84
3	ABD	1,255	60	19.60
4	Singapur	1,147	69	4.28
5	Cayman Adaları	1,013	65	4.86
6	Lüksemburg	817	55	11.63
7	Lübnan	760	79	0.38
8	Almanya	702	56	6.03
9	Bahreyn	471	74	0.16
10	B. Arap Emirlikleri	441	77	0.09

Kaynak: Tax Justice Network

Finansal gizlilik endeksinin ana amacı, ülkelerin gayrimeşru sermaye akışlarını sağlamak için faydalandıkları yöntemleri belirlemede kullanmak üzere veri toplamak ve analitik bir çerçeve oluşturmaktır.

C. FİNANSAL GİZLİLİK ENDEKSİ GÖSTERGELERİ

Finansal gizlilik bir bütün olarak karşımıza çıkmamakta, farklı ülkeler gizlilik yelpazesinin farklı yönlerinde etkin olabilmektedir. Finansal Gizlilik Endeksi ülkelerin yasal ve düzenleyici sistemlerinin gizlilik ile mücadeledeki etkinliğini tespite yarayan 15 somut, gözlemlenebilir göstergelyi içermektedir.

Finansal gizlilik endeksi hem nitel hem nicel verileri değerlendirmeye almaktadır. Nitel veriler bir ülkenin kanun ve düzenlemelerini, tabi olduğu uluslararası anlaşmaları değerlendirmeye alarak bir gizlilik notu saptamaktadır. Nicel ölçümleme ise ilgili ülkenin küresel piyasalardaki off-shore finansal hizmetlerindeki büyüklük ve önemine uygun bir ağırlık atamaktadır.

Tax Justice Network, finansal gizlilik endeksinin oluşturulmasında International Monetary Fund (IMF, Uluslararası Para Fonu), Financial Action Task Force (FATF, Mali Eylem Görev Gücü), Organization for Economic Co-operation and Development (OECD, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) gibi uluslararası örgütlerin yayınları ile yönetim danışmanlık firmaları, muhtelif veritabanları gibi kaynaklardan da faydalanarak finansal gizlilik endeksini hesaplamaktadır. Endeksin 15 bileşenini tablodaki gibi 4 ana başlık altında toplamak mümkündür.

Tablo 3: Finansal Gizlilik Göstergeleri

1. Mülkiyet	2. Kurumsal Şeffaflık	3. Vergi ve Finansal Düzenlemelerin Etkinliği	4. Uluslararası Standartlar ve İşbirliği
(i) Bankacılık Gizliliği	(iv) Şirket Ortaklık Bilgilerinin Kamuya Açıklanması	(vii) Bilgi Paylaşımı	(xi) Kara Para Aklama ile Mücadele
(ii) Trust ve Vakıflar Sicili	(v) Finansal Verilerinin Açıklığı	(viii) Vergi Dairesi Etkinliği	(xii) Otomatik Bilgi Alışverişi
(iii) Ortaklık Bilgilerinin Kaydı	(vi) Ülke Bazında Raporlama	(ix) Vergi Kaçakçılığını Önleme	(xiii) İkili Anlaşmalar
-	-	(x) İstismara Açık Yapılar	(xiv) Uluslararası Şeffaflık Taahhütleri
-	-	-	(xv) Uluslararası Adli İşbirliği

Kaynak: Finansal Gizlilik Endeksi - Metodoloji

1. MÜLKİYET

i) Bankacılık Gizliliği: Bankacılıkta finansal gizliliğe yasal bir zemin oluşturan düzenlemeler/kanunlar bulunuyor mu? Bankalar müşterileri hakkında detaylı ön inceleme yapıyor mu? Kolluk kuvvetlerinin olası kullanımı için müşterileri hakkında detaylı veriler tutmakla yükümlüler mi? Büyük, seyrek ve olağandışı işlemler hakkında belirli bir süre kayıt tutuyor ve/veya ilgili mercilere bilgi veriyorlar mı? Emniyet yetkililerinin uygun gördükleri takdirde özel bankacılık verilerine ulaşabilme yetkileri bulunuyor mu?

ii) Trust ve Vakıflar Sicili: Ülkede trust ve vakıflar bulunuyor mu? Trust ve vakıflar için resmi kayıt tutulma gereksinimi bulunuyor mu? Kayyum ve lehdar bilgileri ile trust ve vakıf kayıtları kamuya açık bilgi statüsünde mi?

iii) Ortaklık Bilgilerinin Kaydı: Şirket sahiplerinin kimlik bilgileri kurulum aşamasında ilgili mercilere bildiriliyor mu? Ortaklık yapısının değişmesi halinde yasal kayıtlarda kimlik bilgi güncellenmesi zorunluluğu bulunuyor mu?

2. KURUMSAL ŞEFFAFLIK

iv) **Şirket Ortaklık Bilgilerinin Kamuya Açıklanması:** Şirket faaliyetlerine ilişkin bilgiler ile şirket sahiplerinin kimlik bilgilerine internet üzerinden ulaşılabilir mi?

v) **Finansal Verilerin Açıklanması:** Şirketlerin finansal verilerinin kamuya açıklanması gerekiyor mu? Finansal verilerin düzenleyicilere bildirilmesi zorunlu mu? Şirket finansal

tablolarına ilişkin bilgilere internet üzerinden ulaşılabilir mi?

vi) **Ülke Bazında Raporlama:** Farklı ülkelerde faaliyette olan grup şirketleri uluslararası raporlama standartları doğrultusunda her ülkedeki faaliyetleri için ayrı finansal raporlamada bulunuyor mu?

3. VERGİ VE FİNANSAL DÜZENLEMELERİN ETKİNLİĞİ

vii) **Bilgi Paylaşımı:** Finansal kuruluşlar ve şirketler vergi dairelerine yerleşik olmayan yatırımcılara yaptıkları faiz, temettü gibi ödemeleri bildiriyor mu?

viii) **Vergi Dairesi Etkinliği:** Vergi dairesi, başka ülkelerle bilgi paylaşımında bulunmak ve finansal kuruluşlarla şirketler tarafından yapılan faiz ve temettü ödemelerinin takibini yapmak için kişi ve kurumlara özel olarak atanmış vergi numaraları kullanıyor mu? Vergi dairesinin büyük mükelleflerle ilgilenen özel şubeleri bulunuyor mu?

ix) **Vergi Kaçakçılığını Önleme:** Yurtdışından elde edilen faiz ve temettü gelirleri için vergi muafiyeti uygulanıyor mu?

x) **İstismara Açık Yapılar:** Paravan şirketlerin kurulumuna müsaade ediliyor mu? Adli takibattan kaçmak için trustların bir gizlilik ülkesinden bir diğer gizlilik ülkesine kolayca taşınması için düzenlemeler bulunuyor mu?

4. ULUSLARARASI STANDARTLAR VE İŞBİRLİĞİ

xi) **Kara Para Aklama ile Mücadele:** Mali Eylem Görev Gücü (FATF) uluslararası standartları ile uyum sağlıyor mu?

xii) **Otomatik Bilgi Alışverişi:** Ülke, OECD'nin geliştirdiği Ortak Raporlama Standartı'nı (Common Reporting Standard) ve Çok Yönlü Yetkili Makam Anlaşması'nı (Multilateral Competent Authority Agreement) imzaladı mı?

xiii) **Diğer Ülkelerle İkili Anlaşmalar:** Çifte vergilendirmeyi önlemek için diğer ülkelerle vergi bilgileri değişimi anlaşmalarının sayısı nedir?

xiv) **Uluslararası Şeffaflık Taahhütleri:** Yolsuzluk, uyuşturucu ticareti, terörizmin finansmanının önlenmesi ile uluslararası organize suç örgütleri ile mücadelede "Vergi

Konularında Karşılıklı İdari Yardımlaşma Anlaşması" ve "Yolsuzlukla Mücadele Sözleşmesi" gibi Birleşmiş Milletler ve OECD anlaşmaları imzalandı mı?

xv) **Uluslararası Adli İşbirliği:** Soruşturma ve kovuşturmalar için başka ülkelerle ortak adli çalışmalar yürütülüyor mu? Kişi veya kurumun yerleşik olduğu ev sahibi ülkede suç olarak tanımlanan faaliyetlerden elde edilen gelirlerin, bu faaliyetlerin suç olarak tanımlanmadığı bir üçüncü ülkeye aktarılması durumunda, üçüncü ülke ev sahibi ülkeye adli takibat hususunda yardımcı oluyor mu? Kimlik saptama, mal ve mülklere el koyma gibi durumlarda diğer ülkelere adli destekte bulunuluyor mu?

II. FİNANSAL GİZLİLİĞİN YAYGIN OLDUĞU ÜLKELER

Bu bölümde finansal gizlilik endeksinde üst sıralarda yer alan ülkelerde finansal gizliliğin tarihsel ortaya çıkış süreci ile güncel gizlilik uygulamalarını inceleyeceğiz.

A. İSVİÇRE

Uluslararası toplam finansal hizmetler hacminin %5'inden fazlasına sahip İsviçre, 2015 yılında gizlilik notu olarak 73 almış ve 2013'de olduğu gibi 2015'te de finansal gizlilik endeksi sıralamasında 1. sırada yer bulmuştur. 2013'ten bu yana uluslararası finansal gizliliği önleme çalışmalarında yer aldığından ötürü İsviçre'nin notu 2015'te bir miktar iyileşse de İsviçre halen finansal gizlilik konusunda öncü konumunu korumayı sürdürmektedir. İsviçre yatırım bankacılığı, sigortacılık ile reasürans, serbest yatırım fonları ile girişim sermayesi hizmetleri yanında geleneksel bankacılık faaliyetlerini de içeren muhtelif hizmetler sunarak yerli-yabancı bir çok müşteriyi çekmekte, ayrıca siyasi istikrar, tarafsızlık, jeopolitik konum ve eğitimli iş gücü sayesinde pek çok yabancı yatırımcıya hitap etmektedir.

İsviçre'nin uluslararası bir finansal merkez ve gizlilik ülkesi olarak ortaya çıkışı 1700'lere dayanmaktadır. 1713'de Büyük Cenevre Konseyi'nde alınan kararlarla İsviçre bankalarında yüklü miktarda varlık bulunduran Avrupalı elitlerin kimliklerinin ifşa edilmesi yasaklanmıştır. İsviçre'nin bir finansal güvenli bölge olarak kesinleşmesi ise 1815 Viyana Kongresi'ne rastlamaktadır. Pek çok kültür, dil ve mezhebe ev sahipliği yapan İsviçre'yi yıkıcı Avrupa savaşlarından korumak ve olası bir iç savaştan kaçınmak amacıyla İsviçre'nin siyasi tarafsızlığını resmîleştiren bu anlaşmadır. Denize kıyısı olmayan ve kolonileşme esnasında komşu ülkelerde artan refahı gıpta ile izleyen İsviçreliler gizlilik odaklı finansal hizmetlerle ülkelerini kalkındırmayı hedeflemiştir.

Birinci Dünya Savaşı'nın patlamasıyla İsviçre, tarihindeki en büyük para akışını yaşamıştır. Sadece siyasi tarafsızlığından ötürü değil ayrıca ülkelerin, savaş maliyetlerini karşılamak için artırdığı vergiler sebebiyle de pek çok yatırımcı varlıklarını İsviçre'ye yöneltmiştir. Uluslararası

Ödemeler Bankası'nın (Bank for International Settlements) 1930'da Basel'de kurulmasıyla İsviçre'nin önde gelen finans merkezi olarak uluslararası konumu kesinleşmiştir.

2015 Eylülünde İsviçre Bankalar Birliği'nin yayımladığı verilere göre, 2014 itibarıyla İsviçre bankalarının toplam aktiflerini 3 trilyon \$'dır. 100.000'den fazla kişinin istihdam edildiği bankacılık sektöründe yerli-yabancı, büyük-küçük pek çok banka bulunmaktadır. Gene aynı dönemde portföy yönetiminde ise 6,6 trilyon \$ ile İsviçre'nin dünyadaki pazar payının %25'ine sahip olduğu, yönetilen toplam varlıkların yaklaşık %50'sinin yurt dışı kaynaklı olduğu görülmektedir. İsviçre Bankalar Birliği verilerine göre, İsviçre'de 2014 yılı itibarıyla sadece yurtdışı yerleşik müşteriler için finansal kurumlarda 28.000 kişinin istihdam edildiği ve bu işlemlerden yıllık 19 milyar \$ gelir elde edildiği anlaşılmaktadır. Deloitte'un 2015 yılında yayımladığı servet yönetimi raporuna göre, dünya toplam piyasa büyüklüğünün 9 trilyon \$ olduğu servet yönetimi sektöründe 2014 sonu itibarıyla yaklaşık 2 trilyon \$'lık büyüklükle İsviçre gene dünyadaki baskın ülke konumunu korumaktadır.

Finansal hizmetler İsviçre ekonomisine büyük katkı sağlamakta ve eğitimli çalışanlar için nitelikli istihdam olanakları yaratmaktadır. Finansal hizmetlerin ekonomideki bu baskın rolünden ötürü sürdürülen finansal gizlilik politikalarının yerel mercilerde nadiren eleştirildiği gözlenmektedir. Benzer durumun diğer gizlilik ülkelerinde de sıklıkla yaşandığı göze çarpmaktadır.

İsviçre, son dönemde ABD ve Avrupa Birliği'nin artan baskıları sonucu gizlilik politikalarında bir takım iyileştirmelere gitmiştir. Bilgi paylaşımı ve veri alışverişi konusunda eskisinden daha açık bir politika izlemeye çalışan İsviçre finansal kuruluşları, politikacılar, medyadan, mahkemelerden ve kamuoyundan eskiye nazaran daha

çok baskı görmeye başlamıştır. Yapılan eleştiriler yürürlükteki düzenlemeler ile düzenleyici kuruluşlardan çok bireysel finansal kuruluşlara yönelik olduğundan genel finansal politikalarla ilgili değişimlerin hayli sınırlı kaldığı görülmektedir.

2000'li yıllara kadar İsviçre'nin finansal gizlilik konusunda diğer ülkelerden gördüğü baskılara başarıyla göğüs gerdiği görülmektedir. Başarılı politik manevralarla talep edilen reformlar bertaraf edilmiş, bunların işe yaramadığı durumlarda ise küçük ödünler verilmiş ve/veya bazı ayrıcalıklar tanınmıştır. 2008 yılında ABD Adalet Bakanlığı'nın vergi kaçakçılığı yaptığından şüphelendiği vatandaşları hakkında istediği bilgiler ile başlayan süreç İsviçre'nin 2013'de FATCA kapsamında IGA'yı imzalaması ile sonuçlanmıştır. (Intergovernmental Agreement'in kısaltması olan IGA, ABD ile FATCA'ya uyumlu ülkeler arasında

imzalanan çerçeve anlaşmadır – Bkz. TSPB 2014 Güz Gösterge Dergisi) Amerikan vatandaşları hakkında ABD Vergi Dairesi'ni sürekli bilgilendirme zorunluluğu getiren kanun, sadece ABD vatandaşlarını kapsadığından İsviçre finansal gizliliğini bir miktar sekteye uğratsa da genel işleyişte çok da bir değişikliğe neden olmamıştır.

Finansal gizliliği engellemeye yönelik bir diğer kapsamlı girişim ise OECD'den gelmiştir. Finansal bilgilerin taraf ülkeler arasında otomatik değişimini öngören Ortak Raporlama Standart'ını imzalayan ve 2018'e kadar yürürlüğe koymayı taahhüt eden İsviçre'nin, bilgi paylaşımını hangi ülkelerle yapacağını seçme özgürlüğü bulunduğu uluslararası arenada baskınlığı olmayan ülkelere sınırlı ölçüde işbirliğine gideceği düşünülmektedir.

B. HONG KONG

2013 Finansal Gizlilik Endeksi sıralamasında 3. sırada bulunan Hong Kong 2015 yılında 72 gizlilik notu ve küresel offshore finansal hizmetlerdeki %4'lük ağırlığıyla 2. sıraya yükselmiştir.

1842 yılında Birleşik Krallık ve Çin İmparatorluğu arasında imzalanan Nanking Anlaşması ile Birinci Afyon Savaşı son bulmuş ve Hong Kong Birleşik Krallık yönetimine devredilmiştir. İngiliz tüccarları için daimi bir ticaret merkezi olarak tasarlanan Hong Kong hızla bir finans merkezi haline dönüşmüştür. Serbest piyasacı Anglosakson etkisiyle Birleşik Krallık yönetimine geçtiği ilk dönemden itibaren kalkınmaya başlayan Hong Kong, komşuları Endonezya, Vietnam, Tayland, Malezya ve Hindistan'da dönem dönem yaşanan krizler nedeniyle yüklü miktarda sermaye çekmeyi başarmıştır. Hong Kong siyasi istikrar açısından İsviçre ya da ABD kadar güvenli addedilmese de, Asya ülkelerine coğrafi olarak yakın olması ve kültürel benzerlikler taşıması sebebiyle sıklıkla tercih edilmiştir.

1997'de Birleşik Krallık'tan Çin'e iade edilen Hong Kong'un geçişinde finansal gizlilikle ilgili önemli ölçüde bir politika değişikliği yaşanmamıştır. Devlet başkanı Çin yönetimi tarafından atanan Hong Kong, içişlerinde çoğunlukla serbest, savunma ve dış işleri hususlarında ise Çin yönetimine tabidir. Bu yönetim sisteminin Hong Kong, Birleşik

Krallık hükümdarlığı altındayken aynen uygulandığı, geçiş sonrasında da aynı sistemin korunduğu gözlenmektedir.

Hong Kong'un portföy yönetim sektörünün büyüklüğü Nisan 2015 itibarıyla 2.1 trilyon \$ iken özel bankacılık varlıkları 350 milyar \$'dır. Dünyanın pek çok önde gelen finansal kuruluşuna ev sahipliği yapan Hong Kong'un uluslararası arenadaki ağırlığı ülkede bulunan bankaların %95'inin yabancı bankaların iştirakleri konumunda olmasından anlaşılmaktadır. 2009 yılından bu yana G20 liderlerinin finansal gizlilikle olan mücadelesi sonucu yatırımcıların varlıklarını Kıta Avrupası'ndan Asya'ya, özellikle de Hong Kong ve Singapur'a kaydırıldığı görülmektedir. Bu dönemden itibaren Hong Kong'a yüklü sermaye girişleri olsa da Hong Kong 600 milyar \$'lık servet yönetimi sektörüyle İsviçre'nin epey gerisinde kalmaktadır.

World Economic Forum'un Finansal Gelişmişlik Endeksi'nde kendine sürekli ön sıralarda yer bulan Hong Kong serbest piyasalara müdahale etmeme ilkesini benimsemiş ve finansal düzenlemeleri asgari seviyede tutmuştur. Hong Kong, vergi muafiyeti, Çin düzenlemelerine tabi olmama, gizli trust ve vakıf kurulabilmesi gibi sunduğu offshore hizmetleri ile Asya'nın önde gelen gizlilik ülkelerindendir.

Hong Kong'un diğer ülkelere göre gizlilik politikalarına olan baskıları daha sert biçimde geri çevirdiği görülmektedir. Nitekim 2015 sonu itibarıyla Hong Kong henüz OECD'nin Ortak Raporlama Standartını imzalamamıştır.

Çin hükümetinin doğrudan yabancı yatırımlara sunduğu avantajlar sebebiyle Çinli müteşebbisler için Hong Kong şirketleri bir paravan görevi görmektedir. Tax Justice Network incelemelerine göre, ilgili avantajlardan faydalanmak isteyen Çinli müteşebbisler varlıklarını öncelikle Hong Kong'a yönelterek gizli hesaplarda tutmakta sonra

Hong Kong'dan sanki kaynaklar tamamen yeniymiş gibi Çin'e aktarmaktadır.

Hong Kong'un sunduğu bir diğer cazip offshore finansal hizmeti ise sermaye kazançları, temettü ve faizlerin vergilendirilmemesidir. Ayrıca Hong Kong veraset vergisi uygulamamaktadır. Pek çok gizlilik ülkesi gibi sadece mukimlerin gelirlerini vergilendiren Hong Kong yönetimi, şirketlerin yurtdışı faaliyetlerinden elde edilen gelirleri vergilendirmemektedir.

Asya ülkeleri arasında Hong Kong ile Singapur'un offshore finansal merkez olarak sivrilmesinde izledikleri finansal gizlilik pratikleri etkin rol oynamıştır.

C. SİNGAPUR

2013 finansal gizlilik endeksi sıralamasında 5. sırada yer alan Singapur 2015'e gelindiğinde 1 sıra yükselerek 4. sıraya yerleşmiştir. 2015'te gizlilik notundan 69 alan Singapur küresel finansal hizmetlerin yaklaşık %4'üne ev sahipliği yapmaktadır. Singapur'un önemli bir finansal merkez olarak ortaya çıkması Birleşik Krallık'a ait bir ticaret merkezi olması yanında Asya ülkelerinin son yarım yüzyılda ekonomik olarak yükselişe geçmesinden de kaynaklanmaktadır.

1819 yılında Birleşik Krallık egemenliğine giren Singapur doğal limanı ve serbest ticaret politikaları ile kısa sürede Asya'nın önde gelen ticaret merkezlerinden biri olmuştur. 1965 yılında bağımsızlığını kazanan Singapur'un Endonezya ve Malezya gibi yerel ekonomiler yanında uluslararası yatırımcılara da hizmet vermeye başlaması, bu tarihten sonra atılan reform hareketlerinin sonucudur. Singapur'un ilk büyük atılımı Londra temelli Eurodollar piyasalarının bir benzeri olan Asya Dolar Piyasası'nı kurmak olmuştur. Britanya Sterling Bölgesi'nde yer alan Singapur, sınır ötesi spekülasyon işlemlerde kambiyo kontrollerine tabiyken 1960'lı yıllarda yapılan düzenlemelerle döviz üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Vietnam savaşı sırasında Güneydoğu Asya'da artan dolar cinsinden har-

camalar ile ABD'nin 1971'deki altın standardını sona erdirmesi Asya Dolar Piyasası'nı daha da hareketlendirmiştir. 1970 ve 80'lerde hisse, türev ve emtia piyasaları ile portföy yönetimi, yatırım bankacılığı ve sigortacılık hizmetlerinin kurulduğunu, 1990'lara gelindiğinde ise Singapur'un bahsedilen hizmetlerde küresel bir oyuncu konumunda yükseldiğini söylemek mümkündür.

Singapur ile Hong Kong'un Asya ülkeleri arasında iki offshore finansal merkez olarak ortaya çıkmalarında uyguladıkları finansal gizlilik rejimleri etkin rol oynamıştır. Yatırımcıların getirdikleri kaynakların kökeninin sorulmaması, ticaret ve ekonomik faaliyetlerin önündeki engellerin kaldırılması, vergilendirmede uygulanan avantajlar, düzenlemelerin az ya da hiç olmamasıyla Singapur ve Hong Kong'un coğrafi olarak yakın olduğu ülkelerdeki siyasi istikrarsızlıklar, savaşlar ve ekonomik verimsizlik bu iki ülkenin cazip finansal merkezler olarak sivrilmesine sebep olmuştur.

Eski Birleşik Krallık sömürgesi Singapur, Asya'nın lider offshore finansal gizlilik merkezi olmak için Hong Kong'la yarış halindedir. Hong Kong genellikle Çin ve Kuzey Asyalı yatırımcılara hizmet verirken, Singapur Güneydoğu Asya

ülkelerine hizmet vermektedir. Ancak Çin hükümetinin Hong Kong üzerindeki kısmi etkisi, bazı Çinli ve Kuzey Asyalı yatırımcıların Hong Kong yerine daha bağımsız olduğunu düşündükleri Singapur'u tercih etmelerine neden olduğu yönünde görüşler bulunmaktadır. Asya ile beraber ABD ve Birleşik Krallık vatandaşlarının da Singapur'a rağbet ettiği gözlenmektedir.

Singapur küresel bir finansal merkez olarak pek çok alanda faaliyet göstermektedir. Asya'nın en büyük emtia piyasasına sahip Singapur sigortacılık, türev işlemler, hisse senedi piyasası ve tahvil ihraçları alanında dünyanın en büyük merkezlerinden biridir. Portföy yönetiminde küresel ölçekte bir oyuncu olan Singapur'da Aralık 2014 verilerine göre yönetilen yatırım fonu büyüklüğü 1,5 trilyon \$'dır. 2014 sonu itibarıyla servet yönetimi çatısı altında yaklaşık 500 milyar \$'lık bir büyüklüğün Singapur'da yönetildiği görülmektedir.

Tax Justice Network'un incelemelerine göre Singapur'da 2001 yılında Bankacılık Kanunu ve 2004 yılında Vakıflar Kanunu'nda yapılan değişikliklerle finansal gizlilik uygulamaları sıkılaştırılmış, yatırımcılara ait mahrem bilgilerinin ifşasına azami 3 yıl hapis cezası getirilmiştir.

Singapur, finansal gizlilik geçmişine rağmen uluslararası şeffaflık standartlarına uyum sağlamak amacıyla kayda değer adımlar atmaktadır. OECD'nin sınırlı veri paylaşımı standardını (Exchange of Information On Request) uygulamaya alması ve Ekim 2009 ile Kasım 2011'de yapılan düzenlemelerle Singapur'un vergi ile ilgili daha sıkı düzenlemelere ve bilgi paylaşımı uygulamalarına gitmesi olumlu adımlar olarak değerlendirilmektedir. Gene de

Singapur'un OECD'nin Otomatik Raporlama Standartını uygulamaya almayı halen reddetmesi ülkenin finansal gizlilikle mücadelede halen gönülsüz olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

Singapur ülke dışından gelen gelirleri vergilendirmemekte, ayrıca sermaye kazancı ile veraset ve intikal vergilerini uygulamamaktadır. Pek çok diğer ülke ile yapılan vergi anlaşmaları neticesinde özellikle Hintli yatırımcılar için Singapur, Hong Kong örneğinde olduğu gibi doğrudan dış yatırımlar için bir paravan görevi görmektedir. Tax Justice Network incelemelerine göre, Hindistan'dan gönderilen sermaye öncelikle gizli hesaplar ardında saklanmakta ardından ülkeye doğrudan yabancı yatırım kisvesi altında tekrar alınarak normalde sadece yabancı yatırımcılar tarafından istifade edilmek üzere düzenlenmiş bir takım vergisel avantajlardan faydalanmaktadır.

Singapur örneğinde de diğer tüm gizlilik ülkelerinde gözlemlendiği gibi bir esaret durumu söz konusudur. Finansal hizmetlere yönelik yerel eleştiriler nadir olmakla beraber pek çok finansal kuruluşun üst düzey yönetimi eski kamu görevlilerinden oluşmaktadır. Düzenleyici kuruluşlar ile hükümet finansal sistemi ilgilendiren pek çok kanun ve düzenlemeyi çok incelemeden hızla geçirmekte, en sıradan eleştiriler bile ciddi ceza ve yaptırımlarla bastırılmaya çalışılmaktadır. Singapur'un bağımsızlığından bu yana 57 yıldır yönetimde bulunan People's Action Party'nin sağladığı siyasi istikrar, yurtdışından gelen yasadışı kaynaklara yönelik resmi hoşgörü ile finansal sistemin ekonomi ve siyasetteki baskınlığı Singapur'a daha uzun yıllar offshore paranın akacağına işaret etmektedir.

D. CAYMAN ADALARI

Birleşik Krallık'ın denizaşırı toprakları konumunda bulunan Cayman Adaları 2015 Finansal Gizlilik Endeksi sıralamasında 65 gizlilik notu ve küresel offshore finansal hizmetlerin %5'ini oluşturması sebebiyle 5. sırada yer almıştır. İçişlerinde çoğunlukla bağımsız olan Cayman dış işleri ve savunma gibi alanlarda Birleşik Krallık'ın politikalarına tabidir. Yatırımcıların olası anlaşmazlıklarda İngiliz hukuk sistemine müracaat edebilmesi, uluslararası yatırımcılar için Cayman'ı cazip kılmaktadır.

18. yüzyılın başlarında Cayman pek çok Karayip ülkesi gibi yerel bir offshore merkezyken ülkenin küresel bir oyuncu olarak sivrilişi ve modern bir offshore merkezi olarak ortaya çıkışı 1950'lere rastlamaktadır. 1950'lerden önce büyük yoksulluk çeken Cayman yöneticileri offshore finansal hizmetlerin hareketlendiği komşu Bermuda ve Bahamalar'ınkine benzer bir vergi cenneti sistemi geliştirmeyi tasarlamıştır. 1962'ye kadar Jamaika'nın bir parçası olarak kalmış Cayman, Jamaika'dan ayrıldıktan sonra offshore bir finansal merkez olma yolundaki çalışmalarına hız vermiştir.

1960 yılında yürürlüğe giren Şirketler Kanunu ile kişi ve kurumlar üzerindeki vergiler O'a indirilmiş ve şirket sahiplerinin kimlik bilgilerinin ifşa etme zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. Vergilendirmeme ve kimlik bilgilerinin gizliliği finansal gizlilik politikalarının temeli olarak görüldüğünden, ilgili düzenlemelerin ardından şirket, banka, trust, sigorta şirketi ve yatırım fonları sayısında astronomik bir artış yaşanmıştır. Diğer gizlilik ülkelerine benzer şekilde Cayman örneğinde de finansal sektörü koruma yönündeki tedbirler gereği finansal gizlilikle ilgili eleştiriler sınırlı kalmış, parlamento, medya gibi kamusal alanlarda muhalefet pek oluşmamıştır.

Cayman'ın Jamaika'dan ayrılmasının ardından Birleşik Krallık yönetiminde kalması ülke için hem bazı fırsatlar yaratmış hem de bir takım tehlikeler arz etmiştir. Kanun ve düzenlemelerin Britanya hukuk sistemine göre tesis edilmiş olması ağırlıklı Londra merkezli büyük finansal kuruluşların Cayman'ın sağladığı offshore hizmetlerini kolaylıkla yapılandırabilmelerini sağlamıştır.

1960'lara kadar Cayman Adaları daha çok uyuşturucu kaçakçılığı ve kara para aklama merkezi olarak görülürken yapılan atılımlarla Cayman bugün dünyanın en büyük bankalarına, uluslararası şirketlerine, serbest yatırım fonlarına hizmet veren bir finansal merkez olarak ortaya çıkmıştır. Ülkenin büyük finansal kuruluşların tercihi olması konusunda düşük vergilendirme ve düzenlemelerin esnekliği etkili olmuştur.

Cayman'ın bir gizlilik ülkesi olarak yükselişe geçmesi ise 1966 yılında bankacılık, trust yönetimi ve kambiyo düzenlemelerinde yapılan değişikliklerle olmuştur. Sıfır vergi ve tam gizlilik anlayışıyla yapılan düzenlemeler yabancı yatırımların ülkeye hızla akmasına vesile olmuştur. 1960'larda Eurodollar piyasalarının gelişmesi Cayman için önemli bir fırsat olmuş, kambiyo kontrollerinden kaçınmak isteyen yatırımcılar için Cayman önemli bir merkez haline gelmiştir.

1976 yılında Cayman ile ABD'yi karşı karşıya getiren bir hadise Cayman'ın finansal gizlilik politikalarına ilk kez majör bir devletin muhalefet etmesine neden olmuştur. Cayman'ın önde gelen bankalarından birinin genel müdürü Miami havaalanında ABD vatandaşlarına vergi kaçırmada yardımcı olduğu iddiasıyla gözaltına alınmıştır. Bu olaydan sonra yoğunlaşacağı düşünülen uluslararası baskıların önünü almak amacıyla Cayman ivedilikle Mahrem

İlişkileri Koruma (Confidential Relationships Preservation) Kanunu'nu geçirmiş ve mahrem müşteri bilgilerinin paylaşılmasını hapis cezası tehdidi ile yasaklamakla kalmamış, bunu istemeyi dahi suç olarak tanımlamıştır. İstisnalarla esnekleştirilmiş olsa da ilgili kanun bugün hala yürürlüktedir.

Cayman Adaları Haziran 2015 itibarıyla 1,4 trilyon \$'lık aktiflerle dünyanın en büyük bankacılık merkezlerinden biri olup, toplamda 2,1 trilyon \$'lık net varlık değerine sahip 11.000 yatırım fonuna ev sahipliği yapmaktadır. 2015 Eylül itibarıyla 6 büyük ABD bankasının Cayman'da 3,3 trilyon \$'lık bilanço dışı menkul kıymetleştirilmiş kredi tuttuğu görülmektedir. Cayman Adaları'nda yaklaşık 200 banka, 140 trust şirketi ve 95.000 kayıtlı şirket bulunmakta olup, ülke açık ara dünyanın en büyük serbest yatırım fonu merkezidir. Sigortacılık sektörünün de hayli gelişmiş olduğu Cayman Adaları'nda 2014'te finansal hizmetlerin GSYH'nin yaklaşık %40'ını oluşturduğu, çalışan nüfusun %10'nun da finansal hizmetlerde çalıştığı görülmektedir. Diğer gizlilik ülkelerine benzer olarak yatırımcıların bilgilerini paylaşmanın suç olması yanında ilgili bilgileri istemek dahi hapis cezası ile cezalandırılmaktadır.

Cayman finansal gizlilikle mücadele için uluslararası pek çok anlaşmaya imzasını atmıştır. ABD'nin kendi vatandaşlarının vergi kaçırmasını engellemek için düzenlendiği FATCA'ya uyumlu 94 ülkeden biri olan Cayman ayrıca OECD tarafından geliştirilen Ortak Raporlama Standartı'nı, belirli sınırlamalar dahilinde olsa da, 2018'de yürürlüğe koyma taahhüdü ile 2014'te imzalamıştır.

Birleşik Krallık Jersey, Cebelitarık, Cayman, Bermuda gibi vilayetleri aracılığıyla açık ara en gelişmiş ve yaygın offshore finansal sistemi yönetmektedir. İngilizce'nin ilk ya da ikinci dil olduğu bu ülkelerde hukuki sistemlerin Birleşik Krallık temelli olduğu, üst düzey yöneticilerinin İngiltere Kraliçesi tarafından atandığı, iç işlerinde serbest dış işlerinde Birleşik Krallık'a bağlı olduğu, mevcut finansal sistemlerin İngiliz finans çevreleri tarafından oluşturulduğu, geliştirildiği ve korunduğu gözlenmektedir. Toplam küresel offshore finansal hizmetler hacminin üçte birinden fazlasının döndüğü bu gizlilik ülkeleri birlikte incelendiği takdirde, gizlilik notlarının yüksekliğinden ötürü şu an 15. sırada yer alan Birleşik Krallık'ın finansal gizlilik endeksinin daha üst sıralarında yer alması gerektiğini söylemek mümkündür.

E. LÜKSEMBURG

2015 Finansal Gizlilik Endeksi sıralamasında gizlilik notu olarak 55 alan Lüksemburg küresel offshore hizmetlerinin neredeyse %12'siyle önemli bir bölümüne ev sahipliği yapmaktadır. 2013 yılında 67 gizlilik notunu alarak 2. sırada yer bulan Lüksemburg, FSE 2015'de gizlilik notunu en çok geliştiren ülkelerden biri olmuş ve 6. sıraya gerilemiştir.

Lüksemburg bugün bir gizlilik ülkesi olarak büyüklük ve kapsam bakımından İsviçre ile yarışsa da finansal gizlilik merkezi olarak ortaya çıkışı çok daha yenidir. Germen ve Frenk bölgeleri arasında bir köprü konumunda bulunan Lüksemburg 10. yüzyıldan bu yana Avrupa'nın büyük devletleri arasında dönem dönem el değiştirmiştir. Hong Kong, Singapur, Dubai gibi köprü niteliğindeki benzer ticaret merkezlerinin yıllar sonra gizlilik ülke/bölgelerine dönüşmeleri ilginç bir ortak noktadır.

20. yüzyılın başlarında demir cevherinin keşfi ve müteakip demir-çelik endüstrisinin kuruluşu ile Lüksemburg ekonomisi hız kazanmıştır. 1929 yılında yapılan düzenlemelerle uluslararası şirketler Lüksemburg'da iştirak şirket kurma fırsatını yakalamış; bu sayede yerel gelir ve sermaye kazanç vergilerini ödemeksizin kaynaklarını Lüksemburg iştiraklerine aktarma hakkına sahip olmuştur. Geleneksel offshore hizmetlerinden biri olan bu faaliyet 1960'lara kadar Lüksemburg ekonomisine ciddi bir katkıda bulunmamıştır. Ancak 1960'larda Eurobond piyasasının oluşmasıyla Lüksemburg bugünkü uluslararası tahvil merkezi konumuna ulaşmaya başlamıştır. İlk kez İtalyan Autostrade şirketi tarafından Lüksemburg'da ihraç edilen Eurobond'la şirketler finansman ihtiyaçlarını uluslararası piyasalarda elde etme fırsatını yakalamıştır.

Eurobond ihracı için Lüksemburg'un tercih edilmesinin sebebi Batı Avrupa'nın tam kalbinde olmasının yanı sıra stopaj, damga vergisi olmaması hatta bir izahnameye dahi gereksinim duyulmaması olmuştur. 1960'ın başlarında 90 civarı Eurobond Lüksemburg'da kote iken, bu sayı 2000'li yıllara gelindiğinde 20.000'i aşmıştır. Bu tahvillerin önemi hamiline tahvil (bearer bond) şeklinde kurgulanmalarından kaynaklanmaktadır. Klasik finansal gizlilik araçları olan hamiline tahviller herhangi bir stopaja tabi olmakla beraber kimin elinde fiziksel olarak bulunuyorsa ödemeler o kişi(ler)e yapılmaktadır.

1960'larda Eurobond ihraçları ile hareketlenen Lüksemburg daha fazla müşteri kazanmak ve hizmet yelpazesini genişletmek için özel bankacılık ve fon yönetimi faaliyetlerinde esnek düzenlemelere gitmiştir. 1980'lere gelindiğinde yavaşlayan demir-çelik endüstrisi ile finansal hizmetlerin ekonomideki baskınlığının artması sonucu 1981'de düzenlenen Bankacılık Kanunu ile pratikte etraflıca uygulanan müşteri mahremiyeti uygulaması resmi bir zemine kavuşmuştur.

Yarım milyondan biraz fazla bir nüfusa sahip Lüksemburg küçük yüzölçümüne rağmen küresel offshore hizmetlerinde önemli role sahiptir. Finansal hizmetlerin ülke ekonomisi üzerindeki etkin nüfuzu yüzünden parlamento, medya ve iş dünyasında finansal gizlilik eleştirileri nadirdir. İsviçre örneğinde görüldüğü gibi denize kıyısı bulunmayan Lüksemburg'un merkezi limanlara erişiminin ve ticaret imkanlarının kısıtlı olması sebebiyle Lüksemburg, ülkedeki siyasi istikrar ve barış ortamının da sürekli tesisiyle finansal merkez olarak sıvırmıştır. İsviçre'den farklı olarak Avrupa Birliği'nin kurucu üyelerinden olan Lüksemburg bu sayede Avrupa piyasalarına diğer hiçbir gizlilik ülkesinin sahip olmadığı bir erişim olanağı yakalamıştır. Avrupa Birliği'nin bir parçası olmak Lüksemburg'u siyasi baskılardan ve kara listelere alınmaktan korumuştur.

Lüksemburg'da finansal gizliliği ihlal etmek ciddi bir suç olup hapis cezası ile cezalandırılmaktadır. Lüksemburg finansal gizlilik politikalarını iyileştirmek için adımlar atsa da, halen çok uluslu şirketlere yerel vergi ödemelerinden kaçınmaları için yardım etmek üzere uygun koşullar bulunduğu görülmektedir.

Lüksemburg yüzölçümü olarak küçük olmasına rağmen geleneksel vergi cennetlerinin sağladığı temel hizmetlerin çok ötesinde hizmetler sunmaktadır. Lüksemburg Finans Ajansı verilerine göre Mart 2015 itibarıyla 800 milyar \$'lık aktiflere sahip 146 bankanın hizmet verdiği Lüksemburg'da özel bankacılık sektöründe 300 milyar \$'lık bir büyüklük bulunmaktadır. Lüksemburg 2,5 trilyon \$'lık portföy büyüklüğüyle ABD'den sonra dünyanın en büyük portföy yönetim merkezidir. Lüksemburg ayrıca uluslararası tahvil ihraçlarının sıklıkla gerçekleştirildiği, sigorta ve reasürans faaliyetleri ile serbest yatırım fonları-

nin yoğunlaştığı bir finansal merkez olarak karşımıza çıkmaktadır. Kıta Avrupası kültüründen gelme Lüksemburg son yıllarda İslami finans merkezi olma konusunda da çalışmalar yapmakta, ayrıca Asyalı yatırımcıların ilgisini çekmek için faaliyetlerde bulunmaktadır.

Ancak son yıllarda atılan adımlarla Lüksemburg uzun yıllardan beri beraber anıldığı finansal gizliliği engelleme yoluna gitmiştir. Lüksemburg OECD'nin Otomatik Raporlama Standartını imzalamış ve uygulamaya 2017 itibarıyla geçeceğini taahhüdünü vermiştir. Bununla beraber Lüksemburg ABD'nin uygulamaya soktuğu FATCA'ya uyum sağlayan 94 ülkeden biri olmuştur.

III. FİNANSAL GİZLİLİK VE ULUSLARARASI KURULUŞLAR

Bir önceki bölümde finansal gizliliğin yaygın olduğu ülkeleri, tarihçeleri ile finansal gizliliğin ortaya çıkış sebep ve süreçlerini, mevcut düzenleme ve işleyişler ile gizlilikle mücadeledeki faaliyetleri ele aldık. Bu bölümde, teknolojik

gelişmeler yüklü miktarda verinin toplanmasını, işlenmesini ve paylaşımını mümkün hale getirdiğinden, finansal gizlilikle mücadelede faaliyetleri son yıllarda yükselişe geçen uluslararası kuruluşları inceleyeceğiz.

A. OECD

Finansal gizlilikle mücadelede önde gelen uluslararası kuruluşlardan olan OECD (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) 1990'lardan beri vergi kaçırma önleme odaklı çalışmalarda bulunmaktadır. 1990'lı yıllarda örgütün geliştirdiği "Standart Manyetik Format" uzun yıllar ülkelerin vergi kaçırma önlemek için bilgi değişimi için kullandıkları sistem olmuştur. 2003 yılında Avrupa Birliği'nin Tasarruflar Direktifi (Savings Directive) ilk çok uluslu bilgi paylaşımı sistemi olarak kabul etmesiyle küresel vergi şeffaflığı ve vergi kaçakçılığında uluslararası işbirliği konularında hayli ilerleme kaydedilmiştir.

Kasım 2011'de Cannes'da düzenlenen G20 zirvesinde, OECD ve Avrupa Birliği'nin öncülüğünde hazırlanan "Vergi Konularında Karşılıklı İdari Yardımlaşma Anlaşması" imzaya açılmış ve Türkiye tarafından da imzalanmıştır. İlgili anlaşma ile taraf ülkeler, vatandaşları ve yerleşikleri hakkındaki finansal verileri herhangi bir talep olmaksızın otomatik olarak birbirleriyle paylaşma altyapısına kavuşmuş, bu sayede etkin uluslararası çok yönlü veri paylaşımının önü açılmıştır.

2012 yılına gelindiğinde ise 5 büyük Avrupa ülkesinin (Birleşik Krallık, Fransa, İspanya, İtalya ve Almanya) FATCA'ya uyum sağlamak için ABD ile işbirliğinde bulunacağını açıklaması neticesinde okyanus ötesi işbirliğinde önemli aşama kaydedilmiştir. Aynı yıl, OECD otomatik veri paylaşımı hakkında mevcut uygulamalar ile konuya ilişkin önerilerini içeren bir rapor yayınlamış ve ilgili rapor G20 ülkeleri tarafından Los Cabos zirvesinde desteklenmiştir.

2013 Eylülünde G20 ülkeleri, küresel veri paylaşımını etkin şekilde gerçekleştirmeyi sağlamak için OECD'den bir çalışma yapmasını istemiştir. Şubat 2014'e gelindiğinde vergi kaçakçılığı ile yasadışı sermaye akışlarının önlenmesi amacıyla Vergi Konularında Karşılıklı İdari Yardımlaşma Anlaşması çatısı altında "Ortak Raporlama Standartı" isimli otomatik veri paylaşım sistemi geliştirilmiştir. Temmuz 2014'te OECD Konseyi tarafından kabul edilen Standartların hazırlanmasında OECD, G20 ülkeleri ve AB üyeleriyle sıkı bir işbirliğine gitmiştir. Ortak Raporlama Standartı fikri ABD'de Mart 2010 tarihinde kabul edilen Yabancı Hesaplar Vergi Mevzuatına Uyum Yasası (FATCA) ile ortaya çıktığı için standartlar, gayri resmi olarak GATCA (FATCA'nın global versiyonu) olarak da anılmaktadır.

Mayıs 2014'te 47 ülkenin imzasını attığı Ortak Raporlama Standartı'ndan önce ülkeler birbirleriyle ancak talep halinde veri paylaşımında bulunmaktaydı. Yeni standartlara göre ise ülkeler öncelikle kendi finansal kuruluşlarından yıllık bilgileri toplayacak ve otomatik olarak bu bilgileri diğer ülkelerle paylaşacaktır. Aralık 2015'e gelindiğinde toplam 80 ülkenin imzaladığı Ortak Raporlama Standartı Türkiye tarafından henüz imzalanmamıştır. Standartların uygulamaya alınma tarihi ülkeler tarafından ferdi olarak belirlenmektedir; hâlihazırda 54 ülke Eylül 2017'de, 26 ülke ise Eylül 2018 itibarıyla standartları yürürlüğe koyacağına taahhüdünü vermiştir.

Standartların belirlediği kurallardan kaçınmayı engellemek ve istismarı önlemek için standartların kapsamı hayli geniş tutulmuştur. Bu kapsamda bildirilecek hesap detayları faiz, temettü gibi yatırım gelirleri ve ilgili hesapların bakiyeleriyle içerdikleri yatırım araçlarının satışından doğacak kazançları da ihtiva etmelidir. Bankalar, saklama kurumları, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve sigorta şirketleri söz konusu raporlamaları hem gerçek kişiler hem de tüzel kişiler için yapmakla yükümlü olmaktadır.

Ortak Raporlama Standartı'nın uygulamaya alınmasıyla beraber standartlaşmanın veri paylaşımı sürecini basitleştireceği, etkinliği artıracığı ve tüm paydaşlar için maliyetleri azaltacağı düşünülmektedir.

Verileri gönderen ülkenin bildirilecek işlemlerin kapsam ve detayını belirlemesi, işlemlerin ait olduğu kişi ve kurumları tanımlaması, ilgili verinin doğruluk ve güvenilirliğini teyit etmesi, verinin toplanacağı tarihleri düzenlemesi, veri değişimi için gerekli uygun format, şifreleme ve gönderim sisteminin tertip edilmesini sağlaması gerekirken verileri alan ülkenin ise verilerin gizliliğini koruması ve lüzumlu durumlarda geri bildirimde bulunması gerekmektedir.

Standartların önemli bir sınırlaması ise bilgi değişimi için yapılacak anlaşmaların sadece iki ülke arasında olması, yani tüm üyeleri tek seferde kapsayacak şekilde çok taraflı olmamasıdır. Taraf ülkelerin himayelerinde bulunan bilgileri hangi ülkelerle paylaşacağına ihtiyarı olması ekonomik olarak baskın ülkelerin zayıf ülkeleri istismar edebileceği ihtimalini doğurmaktadır.

B. FATF

Kara Paranın Aklanmasının Önlenmesine İlişkin Mali Çalışma Grubu (Financial Action Task Force – FATF) 1989'da kara paranın aklanması ile mücadele için G7 öncülüğünde kurulmuş, daha sonra terörizmin finansmanının önlenmesi görevini de üzerine alarak 2015 yılı itibarıyla 36 üyeye ulaşmıştır. Kuruluşunun ilk yılında kara para aklama ile mücadele için bir tavsiyename yayınlayan FATF ilerleyen yıllarda genişleyen görev yelpazesine paralel olarak tavsiyelerinin nitelik ve kapsamını geliştirmiştir. Türkiye'nin de üyesi bulunduğu FATF'ın başlıca görevleri kara para aklama yöntemleri ile terörizmin finansmanını araştırmak ve incelemek, ülke ve uluslararası bazda mücadele için yapılan faaliyetleri takip etmek, ülkelerin anılan tavsiyelere uyum sürecini incelemek ve ihtiyaç halinde ülkelere rehberlik etmektir. FATF, ülkelerin tavsiyenameye yer alan maddelere uygun hareket edip etmediğinin tahlilini yapmak üzere devamlı şekilde değerlendirmelerde bulunmaktadır.

FATF'ın Şubat 2012'de yayımlayıp Ekim 2015'te güncellediği "FATF Tavsiyelerinde" kara para aklama ve terörizmin finansmanının önlenmesi yanında finansal gizlilikle mücadele için de yönergeler yer verilmiştir. Özellikle FATF Tavsiyeleri 9. madde, ülkelerin mahremiyet kanunlarının FATF tavsiyelerinin uygulanmasına engel teşkil etmeyecek şekilde kurgulanmasını öngörmektedir.

FATF Tavsiyelerinin 10 ve 11. maddelerinde finansal kuruluşların müşteri tanıma/değerlendirme ile kayıt tutma hususlarına değinilmiştir. İlgili maddelerde finansal kuruluşların anonim/isimsiz hesaplar açmaması, hesap açılışı esnasında müşteri bilgilerinin güvenilir kaynaklardan onaylaması, hesapların kullanım amacının yasadışı olmadığını teyit etmesi, yasadışı faaliyet kuşkusu varsa incelemelerde bulunması, ilerleyen süreçlerde hesapların suistimal edilmediğinin takibini yapması, yerel ve uluslararası finansal kayıt ve verileri en az 5 sene boyunca arşivlemesi, ilgili kayıt ve verileri yasal mercilerin istek üzerine ivedilikle iletmesi tavsiyelerine yer verilmiştir.

20. maddede finansal kuruluşların kuşkulu işlemleri ilgili mercilere proaktif olarak bildirmesi tavsiyesine yer verilirken, 21. maddede ise bu bildirimleri yapmaktan ötürü doğabilecek hukuki sorumluluklardan finansal kuruluşların korunması gerekliliği vurgulanmaktadır.

FATF, tavsiyelerinin 24 ve 25. maddelerinde tüzel kişilerde şeffaflık ve faydalanma haklarına eğilmiştir. Şirket, trust, vakıf gibi tüzel kişilerin kara para aklama ve terörizmin finansmanında kullanımını engellemek için ilgili kurumların sahip, kayyum ve lehtar bilgilerinin yasal mercilerin erişim ve denetimine açık olması gerektiği tavsiyesine yer verilmiştir.



C. AVRUPA BİRLİĞİ

Vergi kaçakçılığı ile mücadele çatısı altında ülkelerarası veri paylaşımını destekleyen Avrupa Birliği, Haziran 2003'de düzenlenen ve Temmuz 2005'te yürürlüğe giren *Tasarruf Direktifi* ile Avrupa Birliği bünyesinde etkin vergilendirmeyi sağlama yolunda önemli bir düzenlemeye gitmiştir. İlgili direktif, yatırımları dolayısıyla bir başka AB ülkesinden faiz geliri elde eden AB vatandaşlarının mukim oldukları ülke düzenlemelerine göre vergilendirilmelerini sağlamak amacıyla bilgilerinin ülkeler arasında paylaşılmasını konu almaktadır. Avrupa Komisyonu'nun teklifi üzerine Mart 2014'te ilgili direktifte yapılan değişikliklerle düzenlemedeki sadece AB ülkeleri içi bilgi paylaşımından doğan coğrafi kısıtlamalar, trust benzeri tüzel kişilere yapılan ödemelerin bildirilmemesi, sigorta ürünleri, emeklilik, türev ürünler gibi finansal araçlardan kaynaklanan gelirlerin de raporlamaya dahil olmaması gibi yasal boşlukların önüne geçilmesi sağlanmıştır. Aralık 2015 sonuna kadar uygulamada kalan direktif yerini *İdari İşbirliği Direktifi*'ne bırakmıştır.

ABD'de 2010 yılında FATCA'nın yürürlüğe girmesiyle Avrupa Birliği de vergilendirmede etkinliği artırmak ve vergi kaçakçılığını önlemek için çalışmalara hız vermiştir. Yukarıda adı geçen 2011'de düzenlenmiş İdari İşbirliği Direktifi ile (2011/16 sayılı Direktif, Directive on Administrative Cooperation - DAC 1 olarak anılmaktadır) üye ülke vergi daireleri arasında etkin vergilendirmeyi sağlamak amacıyla talep üzerine veri sağlama, spontane ve dönemsel veri iletimi, eş zamanlı vergi denetimi ve vergi kararları hususunda görüş paylaşımını içeren kapsamlı düzenlemeler yapılmıştır. Diğer uluslararası girişimleri de teşvik eden AB, ilgili direktifle üye ülkeler arasında 2015'ten itibaren ülkede mukim kişiler hakkında istihdam, gelir, sigorta, emeklilik, gayrimenkul gibi kapsamlı bilgileri ihtiva edecek verilerin paylaşımını sağlamayı amaçlamıştır.

2014'te OECD'nin Otomatik Raporlama Standartı'nı kabul etmesiyle beraber aynı yıl Avrupa Komisyonu da İdari İşbirliği Direktifi'nde değişiklik yapılması yönünde teklifte

bulunmuştur. 2014/107 sayılı direktifle güncellenen ve DAC 2 olarak anılan yeni düzenlemeyle Ocak 2016'dan itibaren AB üyesi ülkeler arasında Otomatik Raporlama Standartı kapsamında bilgi paylaşımının en etkin şekilde yapılmasını sağlamak üzere bir yasal çerçeve oluşturulmuştur. Yapılan değişikliklerle daha önceden otomatik olarak iletilmeyen faiz, temettü, kıymet satışlarından elde edilen gelir ve hesap bakiye bilgileri de üye ülkeleri arasında paylaşılmaya başlanmıştır. Aralık 2015'te ilgili direktifte yapılan düzenlemelerle 2017'den itibaren, 40 milyon €'dan az ciroya sahip KOBİ'ler hariç olmak üzere sadece kurumsal mükelleflere yönelik yeni düzenlemeler hayata geçirilecektir. Yeni düzenlemelere göre ülkeler arası paylaşılan veriler ortak bir veritabanında tutulacaktır. Ayrıca, şirketlerin vergi yükümlülüklerini belirlemek için vergi idarelerinden aldıkları özetler ile transfer fiyatlandırmalarını netleştirmek için vergi idareleri ile yaptıkları peşin fiyatlandırma anlaşmaları sınırlar ötesi paylaşılacaktır. Ayrıca teklif aşamasında olan bir düzenlemeye göre ilgili kurumlara ilişkin ciro, kar, vergi, geçmiş

yıl karları, çalışan sayısı ve belirli aktif bilgilerinin de de ülkeler arasında paylaşılması hedeflenmektedir.

Yanı sıra, Mayıs 2015'te AB ile İsviçre arasında imzalanan vergi şeffaflığı anlaşması ile Avrupa Birliği genelinde vergi kaçakçılığını önlemede önemli bir adım atılmıştır. 2018'den itibaren yürürlüğe girecek anlaşmaya göre taraflar mukimlerin finansal bilgilerini birbirleriyle paylaşacaktır. Bu durumun AB vatandaşlarının beyan etmediği gelirlerini gizli İsviçre hesaplarında tutmalarını engellemektedir. Finansal verilerin otomatik paylaşımı ile AB üyesi ülkeler vatandaşlarının İsviçre'ye kaçırdıkları vergilendirilmemiş gelirlerini vergilendirme fırsatı yakalayacaktır. İlgili finansal veriler yerleşiklerin isimlerini, doğum tarihlerini, adreslerini ve vergi numaralarını içermekte olup taraflar arasında her yıl paylaşılacaktır. Bu düzenleme ile vergilendirilmemiş gelirlerin vergilendirilmesi bulunanları yakalamak mümkün olabileceği gibi vergi kaçırma teşebbüsünde bulunacakları da caydırıcı olacağı düşünülmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Finansal gizlilik yasadışı yollardan elde edilmiş yüklü tutarların vergilendirilmeden her yıl gizlilik ülkelerine akmasına sebep olmaktadır. Gizlilik ilkesini benimsemiş büyüklü küçüklü pek çok ülke sundukları finansal hizmetler ve düzenlemelerle bu kaynakları çekmektedir.

Finansal gizliliğin esas müsebbipleri küçük ada ülkeleri değil de büyük ve baskın ekonomiler olduğundan finansal gizlilikle mücadelede uluslararası örgütlerin girişimleri istenilen sonuçları vermemiştir.

Gizlilik ülkelerinin dünyanın çeşitli bölgelerinde, farklı kültürlerde türediği ancak ilginç bazı benzerlikleri taşıdıkları gözlenmektedir. Ülkelerin çoğunlukla nispeten küçük ve düşük nüfuslu olduğu, önemli ticaret merkezleri arasında geçiş noktası konumunda bulundukları, hukukun üstünlüğü ile siyasi istikrarın hakim olduğu, liberal ekonomik politikaların uygulandığı ve hayat standartlarının hayli yüksek olduğu gözlenmektedir. Bu durum finansal gizliliği politikacıların, medyanın, akademisyenlerin ve vatandaşların eleştirilerinden koruduğu gözlenmekte, kamuoyunda gizlilikten yana sessiz bir onayın hakim olduğu anlaşılmaktadır.

Finansal gizliliğin dünyanın çeşitli ülkelerinde farklı şekillerde ortaya çıktığı görülmektedir. Asya'da Hong Kong ve Singapur'un başı çekerken, Avrupa'da Lüksemburg ve İsviçre'nin etkin olduğu, Karayiplerde ise Cayman Adaları'nın finansal gizlilik konusunda önde geldiği gözlenmektedir.

Finansal gizliliğin pek çok ülkede dar gelirli vatandaşları olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Vergilendirilmeden ülke dışına çıkarılan kaynakların yerel girişimler için kullanılamaması ve ödenmeyen vergiler vesilesiyle sağlanamayan hizmetlerin sosyal maliyetinin hayli yüksek olduğu belirtilmektedir.

Gizlilik ülkelerinin hiç bir zaman tam olarak önlenemeyeceği ve kaybolmayacağı tahmin edilmektedir. Yapılan düzenlemeler ve anlaşmalarla önüne geçilen gizlilik temelli offshore finansal hizmetlerin başka yerlerde türeyeceği aşikardır. Ancak OECD ve FATF gibi kuruluşların koordinasyonunda uluslararası işbirliği ve etkin önleyici düzenlemelerle finansal gizliliğin olumsuz etkilerinin büyük ölçüde azaltılabileceği düşünülmektedir.

Kaynaklar

- Automatic Exchange of Information - The Common Reporting Standard: How financial institutions can adapt to new global standards, KPMG (2014)
- Cayman Island Monetary Authority
- CIA World Factbook
- Declaration on Automatic Exchange on Information in Tax Matters, OECD (2014)
- Financial Secrecy Index Methodology, Tax Justice Network (2015)
- Financial Services Overview, Information Services Department, Hong Kong Special Administrative Region Government (2015)
- Finansal Gizlilik Endeksi Sıralamaları (2009, 2011, 2013, 2015) – Tax Justice Network
- Global Wealth 2015: Winning the Growth Game / Boston Consulting Group
- Kara Para Aklama ve Terörizmin Finansmanını Önlemede Uluslararası FATF Standartları, 2012
- MASAK Faaliyet Raporu (2014)
- Offshore Finans Merkezleri, Sermaye Piyasasında Gündem (2011)
- Research Briefing: Secrecy Jurisdictions, Tax Research LLP (2010)
- Standard for Automatic Exchange of Financial Information in Tax Matters: Implementation Handbook, OECD (2014)
- The Cayman Islands' Compendium of Statistics (2014)
- The Financial Secrecy Index: Shedding New Light on the Geography of Secrecy
- The Price of Offshore Revisited, Tax Justice Network (2012)
- The Swiss Financial Center Infodiagramm, Swiss Bankers Association (2015)
- The Wealth Management Center Ranking 2015, 2nd edition – Deloitte, İsviçre
- Update on Voluntary Disclosure Programmes: A Pathway to Tax Compliance, OECD (2015)
- Ülke Raporları (İsviçre, Lüksemburg, Cayman Adaları, Hong Kong, Singapur, Türkiye), TJN
- The Era of Bank Secrecy is Over, G20/OECD (2011)
- Why Complementarity Matters for Stability - Hong Kong and Singapore as Asian Financial Centers, IMF (2014)

PORTFÖY YÖNETİMİNDE YENİ BİR DÖNEM: OTOMATİK DANIŞMANLIK

Teknolojik gelişmeler finansal hizmetleri hızla değiştirirken, analitik bir süreç olan portföy yönetiminde bu gelişmeler yoğun olarak hissedilmiştir. Çevrimiçi platformlar aracılığıyla hizmet veren otomatik danışmanlar (robo-advisor), portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığını otomatize edilmiş bir süreç haline getirmiştir. Otomatik danışmanlar, diğer bir deyişle algoritmik danışmanlar, çok yönlü yatırım algoritmaları kullanarak yatırımcılara amaçları, koşulları, varlıkları, gelirleri ve risk toleranslarına uygun portföyler sunmakta ve bu portföylerin yatırımcıların ve piyasanın değişen koşullarına göre varlıklar arasında tekrar dağılımını sağlamaktadır.

Bu makalede otomatik danışmanların gelişimi, yöntemleri ve çeşitleri ile başta ABD olmak üzere çeşitli ülkelerdeki otomatik danışmanlık şirketleri incelenmekte, önde gelen otomatik danışmanlık şirketlerinden Wealthfront örneğiyle otomatik danışmanların portföy oluşturma yöntemi analiz edilmektedir.



Deniz Bayram
dbayram@tspb.org.tr

PORTFÖY YÖNETİMİNDE YENİ BİR DÖNEM: OTOMATİK DANIŞMANLIK

Teknolojik gelişmeler kitlelerin iletişim ve haberleşme yöntem ve kapsamını değiştirdikçe, iş modelleri de paralel olarak evrilmeye başlamıştır. Özellikle yapay zekâ alanındaki gelişmelerin finansal hizmetler üzerindeki etkileri güçlü şekilde hissedilmektedir. Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi alanında finansal danışmanlarla olan iletişim büyük ölçüde sanallaşmış ve daha önce insanlar tarafından verilen bazı hizmetlerin bilgisayarlar tarafından sağlanmaya başlamıştır. Analitik bir süreç olan portföy yönetiminde bu gelişmeler doğal olarak hissedilmiş, hayli zahmetli ve maliyetli olan bir iş, çok daha düşük maliyetlerle otomatik olarak yapılmaya başlanmıştır.

Bu makalede otomatik danışmanlık (robo advisor) adı verilen otomatize edilmiş portföy yönetimi ve yatırım

danışmanlığı incelenecektir. Makalemizde öncelikle önce otomatik danışmanların özellikleri ve çeşitleri ile son yıllardaki gelişmeler anlatılacaktır. Başta otomatik danışmanlığın merkezi olan ABD olmak üzere çeşitli ülkelerdeki otomatik danışmanlık şirketleri; portföy büyüklükleri, yönetim ücretleri, asgari yatırım tutarları ve birbirlerinden farklılaştıkları noktaları içerecek şekilde analiz edilecektir. Ardından, önde gelen otomatik danışmanlık şirketlerinden ABD menşeli Wealthfront temel alınarak, otomatik danışmanların portföy oluşturma yöntemi incelenecektir. Son olarak otomatik danışmanlarla ilgi çekincelere yer verilip geleneksel danışmanlar ile otomatik danışmanlar karşılaştırılarak genel bir değerlendirme yapılacaktır.

I. OTOMATİK DANIŞMANLIK NEDİR?

Otomatik danışmanlar, otomatikleşmiş portföy yönetimi tavsiyeleri veren çevrimiçi portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmetleri sunmaktadır. Otomatik danışmanlar, diğer bir deyişle algoritmik danışmanlar, çok yönlü yatırım algoritmaları kullanarak yatırımcılara amaçları, koşulları, varlıkları, gelirleri ve risk toleranslarına uygun portföyleri önerir. Hazırlanan portföyler ilerleyen süreçte yatırımcıların ve piyasanın değişen koşullarına göre varlıklar arasında tekrar dağıtılır.

Yatırımcılar, yatırım sürecini bir otomatik danışmanlık platformuna internet üzerinden kayıt olarak ve yatırım amaçlarını, yaş ve medeni durum bilgilerini, yatırım yapmak istedikleri miktarı ve vadeyi bildirerek başlatırlar. Bu

verilere göre yatırımcıların risk profillerini belirleyerek fon ve diğer varlıklar arasında dağılım yapan otomatik danışman algoritması, yatırımcı profilinde veya piyasayı etkileyen bir değişiklik olduğunda varlıkların dağılımını otomatik olarak yeniler.

Otomatik danışmanların yönetim ücretleri kimi zaman sabit bir miktar olmakla beraber, çoğunlukla yönetilen portföyün yüzdesi şeklindedir. Bu oran genellikle 50 baz puanın (%0,5) altında olup, geleneksel portföy yönetimi ücretlerinin epey altındadır. Daha sonra ayrıntılı bahsedeceğimiz otomatik danışmanlık ile beraber insan müdahalesi de içeren 'hibrid' danışmanlarda ücretlerin biraz daha yüksek olduğu göze çarpmaktadır.

Portföy yönetimi geleneksel olarak toplumun sadece en varlıklı kesimine hitap eden, hayli pahalı, kişisel ve yüz yüze bir hizmetken, otomatik danışmanların ortaya çıkmasıyla toplumun diğer tasarruf sahiplerinin de bu hizmeti kullanması mümkün olmuştur. Otomatik danışmanların geleneksel yönetim ücretlerine kıyasla oldukça düşük olan yönetim ücretleri ile asgari yatırım tutarları, küçük miktardaki yatırımları portföy yönetimine kanallandırmıştır. Ernst& Young'ın 2015'te yaptığı araştırmaya göre ABD'de otomatik danışmanların hizmet verdiği ortalama bir yatırımcının portföy büyüklüğü 20.000 \$ ile 100.000 \$ arasında değişmektedir.

Buna ek olarak otomatik danışmanların, Y kuşağı olarak tabir edilen ve 80'lerin başı ile 90'ların ortasında doğan neslin tercihlerine daha fazla hitap ettiği düşünülmektedir. Principal Financial Group'un 2014'te yaptığı araştırmaya göre, geleneksel finansal danışmanların yalnızca %18'i Y kuşağını müşteri kitlesi olarak hedeflemekte, ortalama yaşları 50'nin üzerinde olan finansal danışmanlar bu genç kitlenin ihtiyaçlarını anlamakta zorluk çekmektedir. ABD'de 80 milyonu geçen nüfusuyla en geniş müşteri tabanı haline gelen bu nesil, teknoloji ile son derece iç içe, ürün ve hizmet alırken kendisi araştırıp karar vermeyi seven kişiler olup, otomatik danışmanlık hizmeti bu kişile-

rin beklentilerini karşılamaktadır. Nitekim ABD'li otomatik danışmanlık şirketi Wealthfront'un müşterilerinin %90'ı 50, %60'ı 35 yaşın altındadır.

Otomatik danışmanlık hizmetlerinin ivme kazanması, geleneksel portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerini sektöre uğratma riski taşımaktadır. Yüksek varlık değerli müşterilere hitap eden ve daha kişisel ve karmaşık finansal hizmetler veren kurumlar kısa vadede bu gelişmelerden fazla etkilenmeye de, geniş kitlelere hitap eden portföy yönetim şirketlerinde şimdiden otomatik danışmanlığın etkileri görülmeye başlamıştır. Önde gelen varlık yönetim şirketleri, hali hazırda var olan otomatik danışmanlık şirketlerini satın alarak veya bu şirketlerle işbirliği yaparak, ya da kendi bünyesinde otomatik danışmanlık platformları geliştirerek rekabeti sürdürmeye çalışmaktadır. Örneğin Fidelity Institutional Wealth Services, ABD'li otomatik danışmanlık şirketi Betterment ile stratejik işbirliği yaparak Betterment'in çevrimiçi araçlarından faydalanmaya başlamıştır. Dünyanın en büyük portföy yönetim şirketlerinden Blackrock, Ağustos 2015'te Future Advisor'ı satın aldığını açıklamıştır. Vanguard ise kendi bünyesinde bir platform geliştirerek kendi 'hibrid' otomatik danışmanını piyasaya sürmüştür.

II. ABD'DE OTOMATİK DANIŞMANLIK

Otomatik danışmanlar ilk kez 2008'de ABD'de ortaya çıkmış, zamanla diğer ülkelerde de faaliyet göstermeye başlamıştır. ABD, otomatik danışman sayısı ve otomatik danışmanların yönettiği portföy büyüklüğünün en büyük olduğu piyasa olmaya devam ettiğinden, bu raporda ABD'de otomatik danışmanlık detaylı olarak incelenecektir.

Otomatik danışmanların bir çoğu operasyonlarını otomatikleşmiş portföy yönetimiyle sınırlandırıp, diğer finansal danışmanlık hizmetlerini sunmamaktadır. Buna rağmen otomatik danışmanlar kayıtlı yatırım danışmanları olarak geleneksel yatırım danışmanları ile aynı düzenlemelere tabidir. ABD'de bu şirketler Yatırım Danışmanları Yasası'na istinaden yatırım danışmanı olarak kabul edilmekte olup, geleneksel yatırım danışmanları gibi ABD'deki sermaye piyasaları otoritesi SEC'e (Securities Exchange Commission) kayıtlı olmak zorundadır.

Tablo 1'de, sektörde sıkça adı geçen ve araştırmaya dahil ettiğimiz 24 otomatik danışmanlık şirketinin SEC'e kayıt tarihi ile 4 Ocak 2016 itibarıyla portföy büyüklüğü ve hesap sayıları verilmiştir. Bu şirketlerden bazıları portföy yönetimi yapmayıp sadece varlık dağılımı tavsiyesi verdiğinden, SEC Yatırım Danışmanı Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda portföy büyüklüğü ve hesap sayısı mevcut değildir.

Tablo 1'de görüldüğü üzere otomatik danışmanlık özelinde hizmet veren şirketler arasında sektördeki üç büyük oyuncu Betterment, Wealthfront ve Personal Capital olup, bu üç şirketin portföy büyüklüğü 7 milyar \$'ı aşmaktadır. Tabloda yer verilmeyen Vanguard Personal Advisor Services ve Charles Schwab Intelligent Portfolios'un portföyleri ise, Vanguard ve Charles Schwab yatırım kuruluşlarından aktarılan müşteri portföyleri ve geniş müşteri tabanları sayesinde diğer otomatik danışmanlara göre

Tablo 1: ABD'de Otomatik Danışmanlık Şirketleri (Ocak 2016)

Şirket	SEC Kayıt Tarihi	Portföy Büyüklüğü (milyon \$)	Hesap Sayısı
Betterment	21.5.2009	3,003	142,939
Wealthfront	21.11.2008	2,613	42,338
Personal Capital Advisors	1.8.2011	1,518	11,355
Bloom	10.9.2013	1,069	4,462
Future Advisor	30.11.2010	695	12625
Asset Builder	3.1.2007	686	2729
Rebalance IRA	28.9.2011	245	538
Acorns	27.2.2014	185	1175
Ritholtz Wealth Management	16.9.2013	175	621
Motif Investing	24.8.2015	119	159
SigFig	31.10.2011	70	1,517
Smart401k	14.11.2003	51	13648
WiseBanyan	25.6.2014	35	7500
Hedgeable	4.6.2009	35	508
Covestor	30.5.2008	17	289
TradeKing Advisors	27.3.2014	12	1500
MarketRiders	4.9.2008	6	2
Upside Financial*	7.6.2013	-	-
Jemstep*	30.10.2009	-	-
Financial Guard*	27.6.2013	-	-
IQuantifi*	13.2.2014	-	-
LearnVest*	11.5.2012	-	-

Kaynak: SEC Investment Adviser Public Disclosure (IAPD), Ocak 2016

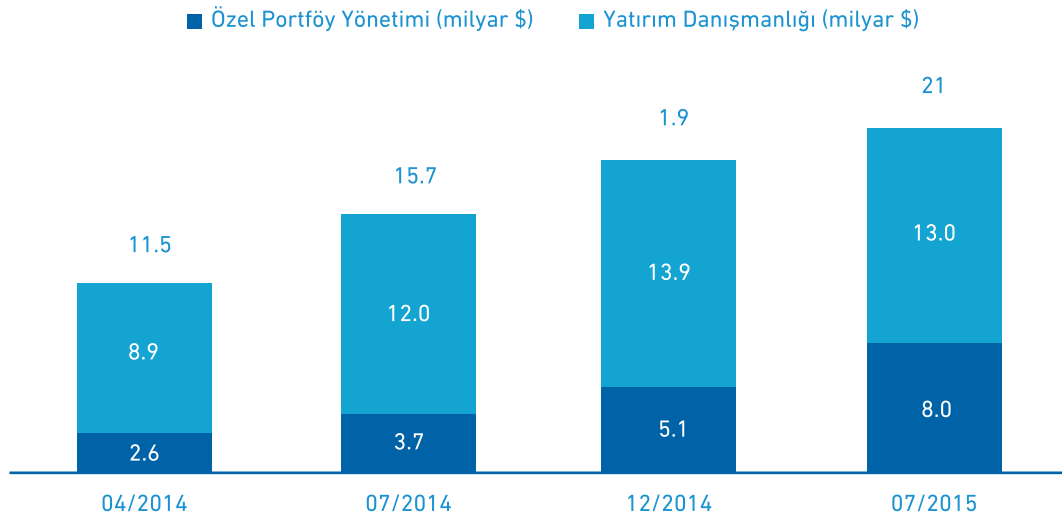
*Yalnızca varlık dağılımı tavsiyesi vermektedir.

epey büyüktür. Vanguard Personal Advisor Services'in portföy büyüklüğü başlangıçta yatırım kuruluşundan aktarılan 10 milyar \$'lık müşteri portföyü ile birlikte 2016 yılı Şubat ayında 31 milyar \$'a, Charles Schwab Intelligent Portfolios'un portföy büyüklüğü ise aynı tarih itibarıyla 5,3 milyar \$'a ulaşmıştır.

Personal Capital, Vanguard Personal Advisor Services ve LearnVest gibi şirketler, otomatikleşmiş portföy yönetimini insan müdahalesi ile birleştirerek diğer danışmanlardan ayrılmaktadır. 'Hibrid yatırım danışmanlığı' adı da verilen bu tip portföy yönetimi, çevrimiçi yatırım platformları ve algoritmik varlık dağılımı ile insanlar tarafından yapılan temel finansal planlama, dönemsel yeniden değerlendir-

dirme ve görüşmeleri bir araya getirmektedir. Bu şirketlerde çalışan finansal danışmanlar, finansal planlama hizmeti ve müşterilerin kişisel durumlarını da göz önünde bulunduran daha kapsamlı yatırım tavsiyeleri vermekte, yatırımcılarla belirli dönemlerde telefon aracılığıyla veya çevrimiçi olarak görüşmektedir. Daha geniş bir kitleye hitap eden hibrid danışmanların yönetim ücretleri tamamen otomatik danışmanlara göre biraz daha yüksek olsa da geleneksel yatırım danışmanlarından belirgin miktarda düşüktür. Sunduğu hizmet ve yönetim ücreti nedeniyle, bu şirketler yatırımcı profilleri bakımından da diğer otomatik danışmanlardan farklılaşmaktadır.

Şekil 1: Seçilmiş Otomatik Danışmanların Varlıkları



Kaynak: Corporate Insight

*Betterment, Wealthfront, Personal Capital, Sigfig, Jemstep, FutureAdvisor, Financial Guard, Covestor, Assetbuilder, Marketriders, Rebalance IRA şirketlerinin toplam varlık büyüklüğüdür.

Örneğin, Personal Capital bünyesinde çalışan CFP (Certified Financial Planner) sertifikalı finansal danışmanlar, yatırımcılara emeklilik, sosyal güvenlik, eğitim ve konut finansmanı konularında yardımcı olmakta ve kişiselleştirilmiş opsiyon stratejileri sunmakta; ayrıca piyasaların çalkantılı olduğu dönemlerde yatırımcılarla kişisel olarak iletişim kurarak endişeleri konusunda yardımcı olmaktadır.

Finansal şirketlere danışmanlık hizmeti veren Corporate Insight'in araştırmasına göre önde gelen 11 otomatik danışmanlık şirketi, piyasada fazla büyüme olmamasına rağmen 2015'in ilk altı ayında varlıklarını %11 artırarak 21 milyar \$'lık varlık büyüklüğüne ulaşmıştır. (Şekil 1). Büyüme, önceki yılın aynı dönemine göre %34 olmuştur.

Corporate Insight'in yaptığı araştırmada varlık büyüklüğü, özel portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı olarak iki sınıfa ayrılmaktadır. Bu ayırıma göre bahsi geçen 11 otomatik danışmanın yatırım tavsiyesi verdiği varlık büyüklüğü 2015'in ilk altı ayında %6 azalarak 13 milyar \$'a düşmüştür. Portföy yönetimi yapılan miktar ise ilk altı ayda %57, yıllık bazda ise %116 büyüyerek 8 milyar \$ olmuştur. 2015'in ilk altı ayında fiyatlarda önemli bir değişiklik olmaması, bu artışın yeni yatırımcı ve fon girişinden kaynaklandığını göstermektedir. Araştırmaya katılan 11

şirketin tümü, Vanguard ve Charles Schwab gibi büyük şirketlerin bu piyasaya girmesine rağmen varlıklarını artırmıştır.

Daha önce bahsettiğimiz üzere otomatik danışmanlarda hem portföy yönetim ücretleri hem de yatırım yapılabilen asgari tutar, geleneksel yatırım danışmanlarına kıyasla epey düşüktür. Örneğin portföy büyüklüğü açısından en büyük otomatik danışmanlık şirketi Betterment'ta herhangi bir asgari tutar yoktur; 10 \$ için dahi yatırım danışmanlığı hizmeti alınabilmektedir. Aylık 3 \$ olan sabit yönetim ücreti, her ay 100\$'lık katkı yapıldığı takdirde ödenmemektedir. 10.000\$'a kadar olan varlık büyüklüğü için yıllık yönetim komisyonu %0.35 olup, 10.000 \$'ın üstü için komisyon %0.25'e, 100.000\$'ı aşkın tutarlar için ise %0.15'e düşmektedir.

Daha sonra ayrıntılı olarak anlatacağımız Wealthfront'ta ise asgari hesap tutarı 500\$ olmakla beraber, ilk 10.000\$ için yönetim ücreti alınmamaktadır. 10.000\$'ın üstü için ise komisyon oranı %0.25'tir.

Sunduğu hibrid danışmanlık hizmeti kapsamında Personal Capital'in yönetim ücretleri diğer otomatik danışmanlık şirketlerinden daha yüksek olup geleneksel danışmanların ücretlerine yaklaşmaktadır. Personal Capital'in yöne-

Tablo 2: ABD’de Seçilmiş Otomatik Danışmanlık Şirketlerinin Yönetim Ücretleri

Şirket	Asgari Hesap Bakiyesi	Yönetim Ücreti	
Asset Builder	50,000\$	< 250,000 \$	0.45%
		250,000 \$ - 599,999 \$	0.43%
		600,000 \$ - 999,999 \$	0.40%
		1,000,000 \$ - 3,999,999 \$	0.30%
		4,000,000 \$ - 19,999,999 \$	0.25%
		≥ 20,000,000 \$	0.20%
Betterment	Yok	≤10,000 \$	0.35%
		10,001 \$ - 100,000 \$	0.25%
		>100,000 \$	0.15%
		Aylık 3 \$ sabit ücret. Aylık asgari 100 \$ katkı yapıldığı takdirde sabit ücret ödenmemektedir.	
Hedgeable	Yok	< 50,000 \$	0.75%
		249,999\$'a kadar her 50,000\$ için ücret 5 baz puan azalmaktadır.	
		250,000\$ ve üstü için her 250,000\$ için ücret 5 baz puan azalmaktadır.	
		≥ 1,000,000 \$	0.30%
Jemstep*	Yok	≤25,000 \$	Ücretsiz
		25,001 \$ - 150,000 \$	17.99\$
		150,001 \$ - 300,000 \$	39.99\$
		300,001 \$ - 600,000 \$	49.99\$
		> 600,000 \$	69.99\$
LearnVest*	Yok	Hesap açmak için 249\$ + aylık 19\$	
Personal Capital	25,000 \$	≤ 1,000,000 \$	0.89%
		> 1,000,000 \$ ise;	
		İlk 3,000,000 \$	0.79%
		Sonraki 2,000,000 \$	0.69%
		Sonraki 5,000,000 \$	0.59%
SigFig	2,000\$	≤10,000 \$	Ücretsiz
		>10,000 \$	0.25%
Wealthfront	500 \$	≤10,000 \$	Ücretsiz
		>10,000 \$	0.25%
WiseBanyan	Yok	Ücretsiz	

Kaynak: İlgili şirketlerin web sayfalarından derlenmiştir.

*Yalnızca varlık dağılımı tavsiyesi vermektedir.

tim ücreti 1 milyon \$'ın altındaki yatırımlar için %0,89 iken, 10 milyon \$'ın üstündeki yatırımlar için kademeli olarak %0,49'a inmektedir.

Hibrid danışmanlık hizmeti veren otomatik danışmanlardan bir diğeri LearnVest, yönetim ücretini portföy büyüklüğünden bağımsız olarak belirleyen şirketlere örnek olup, her portföyden aylık 299\$ hesap açma ücreti ve aylık 19\$ talep etmektedir. WiseBanyan ise tamamen ücretsiz portföy yönetimi sağlamakta, opsiyonel finansal planlama hizmetlerinden gelir elde etmektedir. Tablo 2'de seçilmiş bazı otomatik danışmanların minimum hesap bakiyeleri ve yönetim ücretleri verilmiştir. Tabloda verilen şirketler dahil olmak üzere, ABD'deki robo danışmanların büyük çoğunluğunun yönetim ücretleri, borsa yatırım fonu komisyonları ile işlem ve saklama maliyetlerini de kapsamaktadır.

Otomatik danışmanlık sektöründeki şirketlerin bir kısmı henüz kâr etmemekte, risk sermayesi şirketlerinin yatırımları sayesinde faaliyetlerini sürdürmektedir. Blackrock ve Schroders gibi büyük varlık yönetim şirketleri de Personal Capital ve Nutmeg (İngiltere) gibi otomatik danışmanlara yatırım yapmaktadır.

Otomatik danışmanların büyük bir bölümü yatırım yapılacak miktarın anlaşmalı saklayıcılarına aktarılmasını istemekte, böylece gerektiğinde müşterilerinin varlıklarının yeniden dağılımını otomatik olarak yapabilmektedir. Portföy yönetimi yapan bu danışmanların küçük bir kısmı saklama görevini kendi veya grup şirketi bünyesinde yapmaktadır. Örneğin Betterment, müşteri hesaplarını grup şirketi olan yatırım kuruluşu Betterment Securities'te saklamaktadır ¹. Bazı otomatik danışmanlar ise müşterilere kendi platformları aracılığıyla işlem yaptırmamakta, yalnızca varlıkların yeniden dağılımı için öneride bulunmaktadır. Örneğin Financial Guard ve Jemstep, yalnızca müşteri hesaplarını değerlendirerek her varlık sınıfında alınıp satılması gereken fon ve borsa yatırım fonları için tavsiye vermektedir.

FutureAdvisor, standart hizmet ücreti karşılığında yalnızca tavsiye vermekte, ek ücrete tabi olarak ise Fidelity ve TD Ameritrade'deki müşteri hesapları üzerinden işlem yapabilmektedir.

Portföy yönetimi yapan otomatik danışmanların farklılaştığı bir diğer nokta, var olan yatırım hesapları üzerinden

işlem yapılıp yapılamamasıdır. Yukarıda belirtildiği üzere Betterment ve Wealthfront müşteri varlıklarının grup şirketi olan saklama kurumu veya anlaşmalı saklama kurumuna aktarılmasını istemektedir. FutureAdvisor ise diğer yatırım kuruluşlarında var olan yatırım hesapları üzerinden işlem yapabilmektedir.

Büyük otomatik danışmanlardan bazıları, vergi yükümlülüğünü minimize eden ek yatırım danışmanlığı hizmetleri de sunmaktadır. Wealthfront, Betterment, Personal Capital ve FutureAdvisor, 'tax loss harvesting' adı verilen bu hizmetleri sunan şirketlerden bazılarıdır.

Otomatik danışmanları birbirinden ayıran bir diğer özellik, yatırım yapılabilen varlık sınıflarının çeşitliliğidir. Birçok otomatik danışman Vanguard, iShares ve Dimensional Fund Advisors gibi büyük yatırım şirketlerinin seçilmiş borsa yatırım fonlarını ürün sepetine dahil ederken, bazıları tek başına hisse senedi ve tahvil yatırımı da önermektedir.

Diğer otomatik danışmanlardan farklı bir örnek olan Motif Investing ise, borsa yatırım fonlarına benzeyen ve en fazla 30 hisse senedi veya borsa yatırım fonu içeren, 'motif' adını verdiği finansal ürünler oluşturmuştur. Bu motiflerin tümü farklı temalara odaklanmakta olup, müşteriler kendi motiflerini yaratabilmekte veya hazır motiflere yatırım yapabilmektedir. Örneğin 'Tablet Takeover' isimindeki motif yarı iletken, donanım, hafıza ve ekran sanayiindeki şirketlerin hisselerine, 'Caffeine Fix' adındaki motif ise kahve ile ilgili hisselerle yatırım yapmaktadır. Motif Investing ayrıca yatırımcıların kendi motiflerini üretmesine izin vermekte ve bu motifler diğer yatırımcılar tarafından alındığında motif üreten kişiye ödeme yapmaktadır.

Learnvest, Financial Guard ve Jemstep gibi yalnızca yatırım tavsiyesinde bulunmakta, portföy yönetimi yapmamaktadır. LearnVest, yatırımcıların kişisel bütçelerini hazırlamalarına yardımcı olmakta, ayrıca çevrimiçi dersler ve makaleler ile müşterilerine temel finans eğitimi sunmaktadır. Aynı zamanda hibrid danışmanlar arasında sınıflandırılan LearnVest, yatırımcılara CFP sertifikalı finansal planlama uzmanları ile telefon veya e-posta aracılığıyla iletişim imkânı sağlamaktadır. LearnVest, 2014'te Betterment'a benzer şekilde Fidelity ile stratejik işbirliği yapmış, Mart 2015'te ise sigorta ve finansal planlama şirketi Northwestern Mutual tarafından satın alınmıştır.

¹ Portföy yönetimi yapan otomatik danışmanların çoğunluğu takas ve saklama için büyük yatırım kuruluşları ile anlaşmıştır. Örneğin Wealthfront, Apex Clearing ile, SigFig, Fidelity, Schwab ve TD Ameritrade ile, WiseBanyan ise FOLIOfn ile anlaşmalı olup, işlemleri bu kuruluşlar üzerinden yapmaktadır.

III. DİĞER ÜLKELERDE OTOMATİK DANIŞMANLIK

ABD otomatik danışmanlık hizmetlerinin en çok yaygınlaştığı ülkeyken, diğer piyasalarda da birçok otomatik danışmanlık şirketi hizmet vermeye başlamıştır. Piyasaların hazırlığı ve şeffaflığı, piyasalarda borsa yatırım fonlarının yaygınlığı, geleneksel varlık danışmanları ile oluşan rekabet, veriye erişimin kolaylığı gibi faktörler otomatik danışmanların farklı coğrafyalardaki varlığını etkilemektedir.

Otomatik danışmanlar, ABD dışında İngiltere, Avustralya, Kanada, İsviçre, Fransa, Almanya, İtalya, Hindistan, Hong Kong ve Japonya'da faaliyet göstermekte ve ABD'de olduğu gibi bu ülkelerin veya eyaletlerin sermaye piyasası otoriteleri tarafından düzenlenmektedir. Bu bölümde, bu piyasalardaki otomatik danışmanlık hizmetlerinden kısaca bahsedilecektir.

A. KANADA

Kanada'da otomatik danışmanlık şirketlerinin yalnızca iki yıldır faaliyet göstermesine rağmen, endüstri hızla popülerlik kazanmaktadır. Wealthsimple, WealthBar, Nest Wealth, ShareOwner, Steadyhand ve PortfoliolQ Kanada'daki otomatik danışmanlardan birkaçıdır. Bank of Montreal de Ocak 2016'da açılan SmartFolio platformuyla, Kanada'nın bu alanda faaliyet gösteren ilk bankası olmuştur.

Örneğin Wealthsimple, müşteriye uygun portföyü oluşturmak için risk toleransını ve yatırım amaçlarını diğer otomatik danışmanlar gibi bir soru formuyla belirlerken, uzun dönemli yatırım ihtiyaçlarını 'Wealth Concierge' adı verilen bir yatırım danışmanı ile yapılan görüşmelerle değerlendirir. Asgari hesap bakiyesi 5.000 C\$ olan Wealthsimple, 250.000 C\$'ın altındaki hesaplara yıllık %0,5 yönetim komisyonu uygularken, bu oran 1.000.000'un üstündeki hesaplar için kademeli olarak %0,35'e inmektedir. Buna ek olarak borsa yatırım fonlarının yönetim maliyetleri için yaklaşık %0,2 oranında kesinti yapılmaktadır. Wealthsimple 400 milyon C\$'ın üstünde varlık büyüklüğü-

ne ve 10.000'in üzerinde yatırımcıya sahiptir.

Nest Wealth, varlık dağılımını yedi ayrı varlık sınıfını temsil eden borsa yatırım fonları arasında yapmaktadır. Minimum yatırım miktarı 100 C\$ olup, yönetim ücreti 75.000 C\$'ın altındaki yatırımlar için aylık 20 C\$, 150.000 C\$ üstündeki yatırımlar için aylık 80 C\$'dır. Nest Wealth 2015 sonu itibarıyla Alberta, British Columbia, Manitoba ve Ontario eyaletlerinde faaliyet göstermektedir.

ShareOwner, yatırımcılara risk toleransı ve hedeflerine göre beş farklı portföy modeli sunmaktadır. Yatırımcıların 'agresif büyüme', 'büyüme', 'dengeli', 'ihtiyatlı' ve 'gelir' olarak adlandırılan bu beş portföydeki varlık dağılımları, her ay otomatik olarak yeniden yapılmaktadır. Minimum hesap bakiyesi olmayan ShareOwner'da, yönetim ücreti 100.000 C\$'ın altı için yıllık %0,5, 100.000 C\$'ın üstü için ise aylık 40 C\$'dır. Buna ek olarak borsa yatırım fonu maliyetleri de müşterilere aittir.

B. AVRUPA

1. İNGİLTERE

İngiltere'de Nutmeg, Money on Toast ve Wealth Horizon gibi çevrimiçi hizmet veren çevrimiçi yatırım platformları, otomatik danışman adı altında anılmakla birlikte ABD'deki otomatik danışmanlardan farklılık göstermektedir. Örneğin Nutmeg, ABD'deki otomatik danışmanlar

gibi çevrimiçi hizmet vermekte ve portföylerini oluştururken pasif yatırım araçlarını kullanmakta, ancak müşteri portföylerinin başında aktif olarak yatırım kararları veren portföy yöneticileri bulunmaktadır. Money on Toast ve Wealth Horizon ise otomatik hizmetlerine ek olarak, bün-

yesinde çalışan yatırım danışmanları aracılığıyla müşterilerine temel yatırım tavsiyeleri vermektedir.

Bu şirketlerin ABD'deki otomatik danışmanlarla en önemli ortak noktaları, çevrimiçi platformda hizmet vermeleri, nispeten genç ve küçük ölçekli yatırımlara hitap etmeleri ve yönetim ücretlerinin düşük olmasıdır. Örneğin Nutmeg'de ortalama yatırımcı yaşı 37, Wealth Horizon'da ortalama portföy büyüklüğü 12.000 £'dur.

2012'de kurulan Nutmeg'de yatırım yapılabilen minimum tutar 1.000£ olup, buna ek olarak 5.000£'un altındaki yatırımlar için aylık minimum 50£ katkıda bulunulması gerekmektedir. Yatırılan miktara bağlı olarak yönetim ücreti %0,3 ile %1 arasında değişirken ek ücret faktörleriyle bu aralık %0,58 ile %1,28'e çıkmaktadır. Wealth Horizon asgari yatırım tutarı gerektirmezken, Money on Toast için bu tutar toplu olarak 10.000£ veya aylık 500£ katkı şeklindedir. Money on Toast'un yönetim ücreti tüm masraflar dahil yıllık dahil %1,69, Wealth Horizon'un yönetim ücreti ise ilk girişte %0,25, sonrasında ise yıllık %0,93'tür.

2. DİĞER AVRUPA ÜLKELERİ

Kıta Avrupası'nda otomatik danışmanlar, 2015 sonu itibarıyla İsviçre, Almanya, Fransa ve İtalya'da faaliyet göstermektedir. Almanya'da Vaamo, Fransa'da Marie Quantier, İtalya'da Money Farm ve İsviçre'de Invest Glass ve Truewealth önde gelen otomatik danışmanlık şirketleridir.

2013'te kurulan Vaamo Almanya'da yatırımcıların tamamen çevrimiçi hesap oluşturmalarına izin veren ilk varlık yönetim platformudur. Vaamo müşterinin belirlediği yatırım hedefini ve bir test aracılığıyla belirlediği risk seviyesini kullanarak, üçü hisse senedi ve ikisi tahvil fonu olmak üzere beş ayrı yatırım fonuna varlık dağılımı yapar. Vaamo'nun yönetim komisyonu 30.000€'nın altı için yıllık %0,99 olup, 50.000€'nın üstü için bu oran kademeli olarak %0,49'a inmektedir. Buna ilave olarak müşteriler fon sağlayıcısına yıllık ortalama varlıklarının %0,48'ine tekabül eden bir komisyon öderler.

Marie Quantier, 2014'de kurulmuş ve sadece Fransa'da faaliyet gösteren bir portföy danışmanlık sistemidir. Diğer otomatik danışmanlara benzer şekilde kişinin risk toleransını belirleyerek buna uygun çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturur. Yatırımcılar, diğer otomatik danışmanlardan farklı olarak geleneksel portföy yöneticilerine benzer şekilde portföyleri üzerinde en kötü senaryoları test edebilir ve her an çevrimiçi bir temsilci ile görüşebilir. Minimum hesap bakiyesi 5.000€ olan Marie Quantier'nin ücretleri yıllık sabit ücret 70,80€'ya ek olarak, yıllık kazanç üzerinden %5 yönetim komisyonu ve aracılık maliyetleridir.

Nisan 2015'te Artificial Intelligence Portfolio Constructor adında bir platform oluşturarak Quilla Consulting, bu yatırım teknolojisiyle finansal danışmanlara ve kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir.

C. AVUSTRALYA

2013'te kurulan Stockspot, Avustralya'daki ilk otomatik danışmandır. Stockspot, Avustralya hisseleri, global hisseler, gelişmekte olan piyasa hisseleri, sabit getirili menkul kıymet ve altın olmak üzere beş varlık sınıfına ait borsa yatırım fonlarına yatırım yapmaktadır. Stockspot %0,25 ile %0,31 arasında değişen borsa yatırım fonu işlem maliyeti dışında, ilk 10.000 AU\$ için yönetim ücreti tahsil etmemektedir. Bunun dışında 10.000 AU\$ ile 50.000 AU\$ arası için %0,077 olan komisyon oranı kademeli olarak 500.000 AU\$'ın üzeri için %0,044'e inmektedir.

Nisan 2015'te Artificial Intelligence Portfolio Constructor adında bir platform oluşturarak Quilla Consulting, bu yatırım teknolojisiyle finansal danışmanlara ve kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir.

Nisan 2015'te Artificial Intelligence Portfolio Constructor adında bir platform oluşturarak Quilla Consulting, bu yatırım teknolojisiyle finansal danışmanlara ve kurumsal yatırımcılara hizmet vermektedir.

D. ASYA

1. HİNDİSTAN

Bilişim sektörünün merkezlerinden biri ve büyük miktarda orta gelirli yatırımcı potansiyeli olan Hindistan'da çevrimi yatırım platformları gitgide popülerlik kazanmaktadır. Scripbox, ArthaYantra, BigDecisions, FundsIndia, MyUniverse Zipsip gibi şirketler Hindistan'da faaliyet gösteren çevrimiçi yatırım platformlarından birkaçıdır.

70.000'in üstünde müşterisi olan ArthaYantra, Hindistan'daki en büyük çevrimiçi yatırım platformu ve ABD'deki otomatik danışmanlara en çok benzeyendir. Müşterilerin yatırım amaçlarını ve risk toleransını belirledikten sonra profiline uygun bir portföy oluşturur. ArthaYantra'da hesap açabilmek için asgari bir tutar

gerekmemektedir. İkiye ayrılan finansal hizmetlerden temel olarak sınıflandırılanlar ücretsizken, üst düzey hizmetler için yıllık 1000 INR (15 \$) yönetim komisyonu alınmaktadır.

FundsIndia, Scripbox, MyUniverse Zipsip gibi platformlar ise yatırımcılara risk profili ve yatırım amaçlarına uygun sistematik yatırım planlarıyla kendi oluşturdukları farklı fon sepetlerine yatırım yapma imkânı sunmaktadır. BigDecisions yalnızca otomatik yatırım tavsiyesi verip ürün sunmamakta, yatırım için müşterileri FundsIndia gibi çözüm ortaklarına yönlendirmektedir.

2. DOĞU ASYA

Asya'da otomatik danışmanlık faaliyetleri, Nisan 2015'te kurulan 8 Now ile başlamıştır. 2015 sonu itibarıyla Doğu Asya'daki tek otomatik danışmanlık şirketi olan 8 Now, hem Hong Kong hem Japonya'da faaliyet göstermektedir.

Asya'daki büyük yatırım kuruluşlarından 8 Securities'in ABD menşeli derecelendirme şirketi Morningstar ortaklığında kurduğu 8 Now, 15 farklı varlık sınıfı temsil eden bordayırım fonlarını kullanarak çeşitli risk seviyelerinde portföyler oluşturmaktadır. 8 Now'ın asgari yatırım tuturu 88 \$ olup toplam varlık büyüklüğünün %0.88'i oranında portföy yönetim ücreti uygulanmaktadır.



Tablo 3: ABD Dışındaki Ülkelerde Seçilmiş Otomatik Danışmanlık Şirketlerinin Yönetim Ücretleri

Şirket	Ülke	Asgari Hesap Bakiyesi	Yönetim Ücreti	
Nutmeg	İngiltere	1000 £ + 5000 £'un altı için aylık 50 £ katkı	< 25,000 £	1.00%
			25,000 £ - 49,999 £	0.90%
			50,000 £ - 99,999 £	0.75%
			100,000 £ - 249,999 £	0.60%
			250,000 £ - 499,999 £	0.50%
			250,000 £ - 499,999 £	0.30%
Money on Toast	İngiltere	10,000 £ veya aylık 500 £ katkı	1.00%	
Wealth Horizon	İngiltere	Yok	Giriş ücreti 0.25% + yıllık 0.75%	
Stockspot	Avustralya	2,000 AU\$	≤ 10,000 AU\$	Yok
			≤ 50,000 AU\$	Yıllık 77AU \$ + Aylık 0.077%
			≤ 250,000 AU\$	Yıllık 77AU \$ + Aylık 0.066%
			≤ 500,000 AU\$	Yıllık 77AU \$ + Aylık 0.055%
			> 500,000 AU\$	Yıllık 77AU \$ + Aylık 0.044%
Wealthsimple	Kanada	500 C\$	≤ 5,000 C\$	Yok
			5,001 C\$ - 249,999 C\$	0.50%
			250,000 C\$ - 999,999 C\$	0.40%
			> 1,000,000 C\$	0.35%
Nest Wealth	Kanada	100 C\$	≤ 75,000 C\$	Aylık 20 C\$
			75,000 C\$ - 150,000 C\$	Aylık 40 C\$
			> 150,000 C\$	Aylık 80 C\$
ShareOwner	Kanada	Yok	≤ 100,000 C\$	0.50%
			> 100,000 C\$	Aylık 40 C\$
Questrade Portfolio IQ	Kanada	Yok	< 2,000 C\$	Yok
			2,000 C\$ - 99,999 C\$	0.70%
			100,000 C\$ - 249,999 C\$	0.60%
			250,000 C\$ - 499,999 C\$	0.50%
			500,000 C\$ - 999,999 C\$	0.40%
			≥ 1,000,000 C\$	0.35%
8 Now	Japonya ve Hong Kong	88 US\$	% 0.88	
Vaamo	Almanya	Yok	<30,000 €	0.99%
			30,000 € - 50,000 €	0.79%
			> 50,000 €	0.49%
Marie Quantier	Fransa	5,000 €	Yıllık 70,80 € + kazanç üzerinden %5 komisyon	
ArthaYantra	Hindistan	Yok	Temel	Ücretsiz
			Üst düzey	1,000 INR (yak. 15 US\$)

Kaynak: İlgili şirketlerin web sayfalarından derlenmiştir.

*Otomatik danışmanlık platformlarına değil, işlemlere aracılık eden finansal kurumlara ödenen tutarları göstermektedir.

Aracılık Komisyonları*	Finansal Danışman	Ürünler	Saklama Hizmeti
Ort. 0.19%	Yok	Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke hisse senedi ve devlet tahvili, TÜFE'ye endeksli devlet tahvili, özel sektör tahvili, gayrimenkul, emtia, ve kısa vadeli tahvil içeren borsa yatırım fonları	State Street
0.69%	Yok	Birleşik Krallık ve yabancı hisse senedi, özel sektör tahvili, Birleşik Krallık devlet tahvili ve gayrimenkul içeren borsa yatırım fonu ve menkul kıymet yatırım fonu	Equiniti Financial Services
0.18%	Var	Kolektif yatırım ürünleri ve sabit getirili menkul kıymetler, nakit	Kurum belirtilmemiş
0.25%-0.31%	Yok	Avustralya Borsası'na kote yatırım fonları	Macquarie Bank
0.2% (BYF yönetim komisyonu)	Var	Kanada ve yabancı hisse senedi, sabit getirili menkul kıymet ve gayrimenkul içeren borsa yatırım fonları	BBS Securities Inc.
Aylık 9.99 C\$ veya yıllık 100 C\$ + 0.15% BYF yönetim komisyonu	Yok	Kanada ve yabancı hisse senedi, Kanada devlet tahvili ve gayrimenkul içeren borsa yatırım fonları	NBCN Inc.
MKYF ve BYF yönetim komisyonları	Yok	Kanada ve ABD hisse senetleri, borsa yatırım fonları, menkul kıymet yatırım fonları	Canadian ShareOwner Investments Inc.
BYF yönetim komisyonu	Yok	Kanada ve yabancı hisse senedi ile sabit getirili menkul kıymet içeren borsa yatırım fonları	Questrade, Inc.
Yok	Yok	15 farklı varlık sınıfını temsil eden borsa yatırım fonları	8 Securities
Maksimum 0.48%	Yok	Dimensional Funds'a ait 3 hisse senedi yatırım fonu ile 2 tahvil yatırım fonu	FIL Fondsbank
Belirtilmemiş	Var	ABD hisse senedi, Avrupa hisse senedi, kısa vadeli bono, devlet tahvili ve özel sektör tahvili içeren borsa yatırım fonları	Citibank Almanya
Yok	Var	Belirtilmemiş	Yok

IV. ÖRNEK OTOMATİK DANIŞMAN VARLIK DAĞITIM YÖNTEMİ

Daha önce bahsettiğimiz üzere farklı otomatik danışmanların kullandığı yöntemler birbiriyle büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Bu bölümde örnek olarak önde gelen otomatik danışmanlık şirketlerinden olan ve Ocak 2016 itibarıyla 2,6 milyar \$ varlık büyüklüğüne sahip Wealthfront'un metodolojisini inceleyeceğiz.

Wealthfront, yatırım sürecinde özetle beş aşamada takip etmektedir.

- 1) Mevcut piyasa ortamında yatırım yapılabilecek en uygun varlık sınıflarını belirlemek

- 2) Her varlık sınıfı için, o sınıfı temsil eden düşük maliyetli borsa yatırım fonlarını seçmek
- 3) Müşteriye uygun portföyü oluşturmak için müşterinin risk toleransını belirlemek
- 4) Modern portföy teorisini kullanarak kişinin risk toleransına en uygun varlık sınıfları arasında portföy dağılımını yapmak
- 5) Portföyü izlemek ve belirli aralıklarla varlık dağılımını tekrar sağlamak

Bu bölümde bu aşamaların her birini detaylı olarak açıklayacağız.

1. VARLIK SINIFLARININ BELİRLENMESİ

Başlıca finans teorileri, tek başına menkul kıymetlerdense çeşitlendirilmiş varlık sınıflarına yatırım yapmanın her risk seviyesinde getiriye maksimize edeceğini savunur.

Bu sebeple yatırım sürecinin ilk aşaması varlık sınıflarını tanımlamak, daha sonra bu varlık sınıflarının geçmiş ve ileriye dönük risk-getiri analizini yapmaktır.

Tablo 4: Wealthfront Varlık Sınıfları

Şirket	Hesap Sayısı
Hisse senedi (ABD)	Sermaye büyümesi, uzun dönemli enflasyon koruması, vergi avantajı
Hisse senedi (Yabancı - gelişmiş)	Sermaye büyümesi, uzun dönemli enflasyon koruması, vergi avantajı
Hisse senedi (Yabancı - gelişmekte olan)	Sermaye büyümesi, uzun dönemli enflasyon koruması, vergi avantajı
Temettü veren hisse senedi	Sermaye büyümesi, gelir, uzun dönemli enflasyon koruması, vergi avantajı
ABD devlet tahvili	Gelir, düşük oynaklık, çeşitlendirme
ABD özel sektör tahvili	Gelir, düşük oynaklık, çeşitlendirme
Gelişmekte olan ülke devlet tahvili	Gelir, çeşitlendirme
Belediye tahvili	Gelir, düşük oynaklık, çeşitlendirme, vergi avantajı
TÜFE'ye endeksli devlet tahvili	Gelir, düşük oynaklık, çeşitlendirme, enflasyon koruması
Gayrimenkul	Gelir, çeşitlendirme, enflasyon koruması
Emtia	Çeşitlendirme, enflasyon koruması, vergi avantajı

*Vergi avantajı ABD için geçerlidir.

Kaynak: Wealthfront

Wealthfront ve diğer otomatik danışmanların kullandıkları varlık sınıfları hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler ve enflasyon korumalı varlıklar olmak üzere üç geniş başlıkta incelenebilir. Hisse senetleri oynaklığı yüksek olmakla birlikte ekonomik büyümeyi en iyi şekilde yansıtan yatırım araçlarıdır. Uzun vadeli sermaye getirisi ve enflasyona karşı etkili koruma sağlar. ABD’de vergi bakımından diğer menkul kıymetlere karşı avantajlı olması, özellikle ABD’deki vergilendirilebilir yatırım hesaplarına ait portföylerde hisse senetlerinin ağırlığını artırmaktadır. Sabit getirili menkul kıymetler, getirileri nispeten

düşük olup, düzenli gelir arayan yatırımcılara hitap eder. Özellikle piyasaların çalkantılı olduğu dönemlerde düşük oynaklıkları ve hisse senetleri ile korelasyonlarının az olması sayesinde, hisse senedi ağırlıklı portföylerde tampon görevi görürler. Enflasyondan koruyan gayrimenkul gibi varlıklar ise fiyatları enflasyon ile yüksek korelasyona sahip olduğu için, özellikle orta ve yüksek enflasyon dönemlerinde tercih edilen araçlardır. Wealthfront’un kullandığı varlık sınıflarının tümü ve her sınıfın avantajları Tablo 4’te özetlenmiştir.

2. BORSA YATIRIM FONLARININ SEÇİMİ

Wealthfront da birçok diğer otomatik danışman gibi, varlık sınıflarını temsil etmesi için borsa yatırım fonlarını kullanmaktadır. Son yıllarda yapılan pek çok araştırma, geçmişte birçok geleneksel varlık danışmanının sıkça kullandığı aktif olarak yönetilen yatırım fonlarının getiri performansının, yüksek yönetim ücretleri nedeniyle borsa yatırım fonlarının altında kaldığını göstermiştir. Bu kapsamda özellikle son 10 yılda borsa yatırım fonlarında büyük artış olmuş, ABD’deki borsa yatırım fonlarının sayısı Investment Company Institute (ICI) verilerine göre 2015 sonu itibarıyla 1600’e yaklaşmış, toplam varlıkları ise 2,1 trilyon \$’ı geçmiştir.

Wealthfront, belirli aralıklarla tüm borsa yatırım fonlarını inceleyerek bunlar arasından varlık sınıfını en iyi temsil

eden, diğer deyişle takip ettiği karşılaştırma ölçütü endeksi ile arasındaki takip hatasının en düşük olduğu borsa yatırım fonlarını seçer. Borsa yatırım fonları seçilirken dikkat edilen diğer faktörler ise maliyetinin düşük ve likiditesinin yüksek olmasıdır. Yeni kurulan borsa yatırım fonları likiditesi düşük olduğu için genelde tercih edilmez.

Örneğin Wealthfront, ABD hisse senetlerini temsil etmesi için Vanguard Total Stock (VTI) borsa yatırım fonunu kullanmaktadır. Metodoloji açıklamalarında bu seçimi, bu fonun hem büyük, hem de küçük ve orta sermayeli hisseleri kapsamı ve borsa yatırım fonu yönetim ücreti, vergi ve riske göre düzeltilmiş getiri bakımından optimal olmasıyla temellendirmiştir.

3. RİSK TOLERANSININ BELİRLENMESİ

Yatırımcıların ihtiyaçlarına en uygun varlık dağılımının belirlenmesi için risk toleranslarının bilinmesi gerekmektedir. Wealthfront’un müşterilerin risk toleransını belirlemek kullandığı soru sayısı diğer otomatik danışmanlara kıyasla kısıtlı olmakla birlikte, soruların içeriği benzerdir. Yatırımcıların yaşı ve cari geliri üzerinden, gelirindeki olası artış ve yatırımcının tasarruf oranı tahmin edilir. Buna ek olarak yatırımcıya, nesnel ve öznel risk toleransını değerlendirecek sorular sorulur. Öznel sorular hem risk alma isteğini hem de yanıtların tutarlılığını ölçer. Nesnel ve öznel soruların hangisinden çıkan riskten kaçınma puanı daha yüksekse, risk toleransı o olarak o puan kullanılır.

Portföy oluşturulduktan sonra yatırımcılarla her üç ayda bir iletişime geçilerek finansal profillerinde risk toleranslarını etkileyebilecek herhangi bir değişiklik (evlilik, çocuk sahibi olmak, önemli miktarda gelir artışı gibi) olup olmadığı sorulur. Ayrıca kişilerin yaşı ilerleyip emeklilikleri yaklaştıkça, portföyde oynaklığı azaltacak değişiklikler yapılır.

Kişiler portföyleri oluşturulurken Wealthfront’un test ile belirlediği risk toleransı puanını değiştirerek riski daha yüksek bir dağılımı tercih edilebilir. Portföy oluşturulduktan sonra müşteri, risk toleransını her 30 günde bir kez değiştirebilir.

Wealthfront, müşterilerinin ortalama risk toleransını 7 olarak açıklarken, sorulara bu yanıtları veren örnek yatırımcının risk toleransı 10 üzerinden 7,5 olarak belirle-

miş, vergilendirilebilir yatırım hesabı ve emeklilik yatırım hesabı için Kutu 2'deki portföy tavsiyelerini sunmuştur.

Kutu 1: Wealthfront Örnek Risk Profili

Wealthfront'ta hesap açmaya gerek olmadan, risk puanı ve müşteriye önerilen portföyü görmek mümkündür. Bu araştırma çerçevesinde, Wealthfront'un sorularına aşağıdaki örnek cevaplar verildiğinde, Wealthfront'un sunduğu portföy dağılımını inceleyeceğiz.

Soru 1: Bir finansal danışmanda aradığınız nedir? (Uygun tüm seçenekleri işaretleyiniz.)

- ☒ Çeşitlendirilmiş bir yatırım portföyü yaratmak istiyorum.
- ☒ Vergiler üzerinden tasarruf etmek istiyorum.
- ☒ Yatırımlarımı tamamen başka birinin yönetmesini istiyorum.
- ☒ Piyasa performansını yakalamak veya geçmek istiyorum.

Soru 2: Yaşınız kaç?

Cevap 2: 35

Soru 3: Yıllık brüt geliriniz ne kadar?

Cevap 3: 100,000 \$

Soru 4: Hanehalkınızı aşağıdaki seçeneklerden hangisi daha iyi ifade eder? (Tek seçenek işaretleyiniz.)

- ☐ Tek gelir, bakımından sorumlu olunan kimse yok.
- ☐ Tek gelir, bakımından sorumlu olunan en az bir kişi var.
- ☐ Çift gelir, bakımından sorumlu olunan kimse yok.
- ☒ Çift gelir, bakımından sorumlu olunan en az bir kişi var.
- ☐ Emekli veya finansal olarak bağımsız

Soru 5: Toplam nakit ve likit yatırımlarınızın değeri nedir?

Cevap 5: 50,000 \$

Soru 6: Yatırım yaparken hangisini daha çok önemsiyorsunuz? (Tek seçenek işaretleyiniz.)

- ☐ Kazancı maksimize etmek
- ☐ Kaybı minimize etmek
- ☒ İkisini eşit olarak.

Soru 7: Pay senedi piyasası oynaklığı yüksek bir piyasadır. Eğer bir aylık bir düşüş sonucunda portföyünüzün %10'unu kaybederseniz ne yaparsınız? (Tek seçenek işaretleyiniz.)

- ☐ Yatırımlarımın tamamını satarım.
- ☐ Yatırımlarımın bir kısmını satarım.
- ☒ Yatırımlarımın tamamını elimde tutarım.
- ☐ Daha fazla yatırım yaparım.

4. PORTFÖY DAĞILIMI

Varlık sınıfları ile bu sınıfları temsil edecek borsa yatırım fonları seçildikten ve yatırımcının risk toleransı belirlendikten sonraki aşama, her risk seviyesi ve hesap tipi için en optimal dağılımı belirlemektir.

Wealthfront ve diğer bir çok şirket, optimal dağılımı Harry Markowitz'in 1952'de yayınlanan ve Modern Portföy Teorisinin temellerinden biri olan ortalama-varyans optimizasyonu (mean-variance optimization) yöntemi ile belirler. Bu yöntemle her risk seviyesi için maksimum getiri sağlayan portföyleri temsil eden 'etkin sınır' hesaplanır. Etkin sınırı meydana getiren her bir portföy ise, daha önce seçilen varlık sınıfları kullanılarak, belirli bir risk seviyesinde (varyans), beklenen getiriyi maksimize eden dağılım seçilerek oluşturulur. Böylece ortalama-varyans optimizasyonu, varlık sınıflarını bir araya getirirken risk ile getiri arasındaki optimal ödünleşimi sağlamış olur.

Ortalama-varyans optimizasyonu, aynı zamanda portföyde kaç adet varlık sınıfının kullanılacağını belirler. Eğer bir varlık sınıfın portföye eklenmesi etkin sınırı yükseltiyorsa, bu varlık sınıfını eklemek aynı risk seviyesinde daha yük-

sek bir getiri veya daha düşük riskle aynı getiriyi sunuyor demek olup, varlık sınıfı sayısı artırılır.

Ortalama-varyans optimizasyonu için her varlık sınıfının standart sapma, korelasyon ve beklenen getirisinin bilinmesi gerekmektedir. Bu parametreler için Wealthfront, geçmiş dönemlere ait verileri kullanarak hesaplamış olduğu değerleri kullanır. Standart sapma (oyunluk) hesaplanırken, varlık sınıfının uzun dönemli tarihsel standart sapması, kısa dönemli standart sapması ve içsel oynaklığı (implied volatility) göz önünde bulundurulur. İçsel oynaklık, dayanak varlığın opsiyon fiyatı kullanılarak hesaplanan fiyat dalgalanma seviyesidir. Korelasyon hesaplanırken de hem uzun dönemli tarihsel korelasyon ve hem de kısa dönemli verilere bakılır.

Tablo 5 her varlık sınıfının Wealthfront tarafından hesaplanmış yıllıklandırılmış standart sapmasını ve varlık sınıfları arasındaki korelasyonu göstermektedir. Hisse senedi ile tahvil arasındaki korelasyonun düşük olması, portföyde çeşitlendirmenin gerekliliğini vurgulamaktadır. Farklı hisse senedi sınıfları arasındaki korelasyon yüksek olup,

Tablo 5: Varlık Sınıfları Arasındaki Korelasyon ve Varlık Sınıflarının Standart Sapması

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	Std. Sapma
Hisse senedi (ABD) (1)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0	-0.1	0.1	0.5	-0.2	16%
Hisse senedi (Yabancı - gelişmiş) (2)	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0	-0.1	0.2	0.5	-0.1	18%
Hisse senedi (Yabancı - gelişmekte olan) (3)	0.8	0.9	1.0	0.6	0.6	0.7	0.1	-0.1	0.2	0.6	-0.1	24%
Temettü veren hisse senedi (4)	0.8	0.7	0.6	1.0	0.7	0.6	0	0	0.1	0.6	-0.1	14%
Gayrimenkul (5)	0.7	0.7	0.6	0.7	1.0	0.6	0.1	0	0.3	0.4	0	18%
Emtia (6)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	1.0	0	-0.3	0	0.5	-0.3	22%
TÜFE'ye endeksli devlet tahvili (7)	0	0	0.1	0	0.1	0	1.0	0.5	0.7	0.3	0.7	5%
Belediye tahvili (8)	-0.1	-0.1	-0.1	0	0	-0.3	0.5	1.0	0.6	0.1	0.7	5%
ABD özel sektör tahvili (9)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3	0	0.7	0.6	1.0	0.5	0.9	5%
Gelişmekte olan ülke devlet tahvili (10)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.3	0.1	0.5	1.0	0.2	7%
ABD devlet tahvili (11)	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0	-0.3	0.7	0.7	0.9	0.2	1.0	5%

Kaynak: Wealthfront

farklı sınıflar düşük riskte daha yüksek getiri potansiyeli için kullanılmaktadır. Doğal kaynaklar ve gayrimenkul, hisse senetleri ile korelasyonları nispeten yüksek olsa da, belli miktarda çeşitlendirme olanağı sunmaktadır.

Varlık sınıflarının beklenen getirileri hesaplanırken, ilk aşamada Modern Portföy Teorisi üzerine inşa edilen ve William Sharpe'a Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazandıran Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model, CAPM) esas alınır. Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'ne göre (FVFM) varlık sınıflarının beklenen getirisi beta ile ölçülen sistemik risk ile belirlenir. Bir değişkenlik ölçütü olan beta katsayısı, bir hisse senedinin, ne ölçüde pazarda birlikte hareket ettiğini gösterir. Sistemik riski pazara göre düşük olan menkul kıymetin beta değeri 1'den küçük, yüksek olan menkul kıymetin beta değeri 1'den büyüktür. FVFM'ye göre beta katsayısı arttıkça beklenen getiri artar.

Wealthfront, ikinci aşamada, FVFM ile türetilen beklenen getiriyi, çeşitli değişkenler (faiz oranları, risk algısı, temettü getirileri, ekonomik büyüme gibi) üzerindeki beklentileri doğrultusunda düzeltir. Bu düzeltme için Gordon büyüme modeli (1959) ve Black-Litterman modelini (1992) kullanır. Son olarak brüt getiriden borsa yatırım fonu maliyetleri ile vergi yükümlülükleri çıkarılarak net getiri bulunur. Beklenen net getiriler ortalama-varyans optimizasyonu modeline enflasyondan arındırılmış reel getiri olarak koyulur. Tablo 6, varlık sınıflarının Wealthfront

tarafından hesaplanan beklenen getirisini aşamalı olarak göstermektedir. Hesaplamalar yıllık olarak güncellenir ve buna göre müşterilerin portföy dağılımlarında gerekli değişiklikler yapılır.

Ortalama-varyans optimizasyonunda kullanılacak parametreler belirlendikten sonra varlık sınıflarının dağılımı için minimum ve maksimum oranlar belirlenir. ABD Hazinesi TÜFE'ye endeksli tahvilleri hariç dağılıma katılacak tüm varlık sınıfları için minimum oran %5 olarak belirlenmiştir. Bunun nedeni %5'ten küçük bir oranın çeşitlendirme bakımından faydasının anlamlı olmamasıdır. Maksimum oran ise tüm varlık sınıfları için %35 olarak belirlenmiştir.

Varlık sınıfları vergi yükümlülüğüne göre de avantajlı ve avantajsız olarak sınıflandırılmaktadır. Hisse senetleri, belediye tahvilleri ve emtia vergi bakımından avantaj sağlamaktadır. Belediye tahvili dışındaki tahviller, TÜFE'ye endeksli devlet tahvilleri ve gayrimenkul ise vergi bakımından bir avantaj sergilememektedir

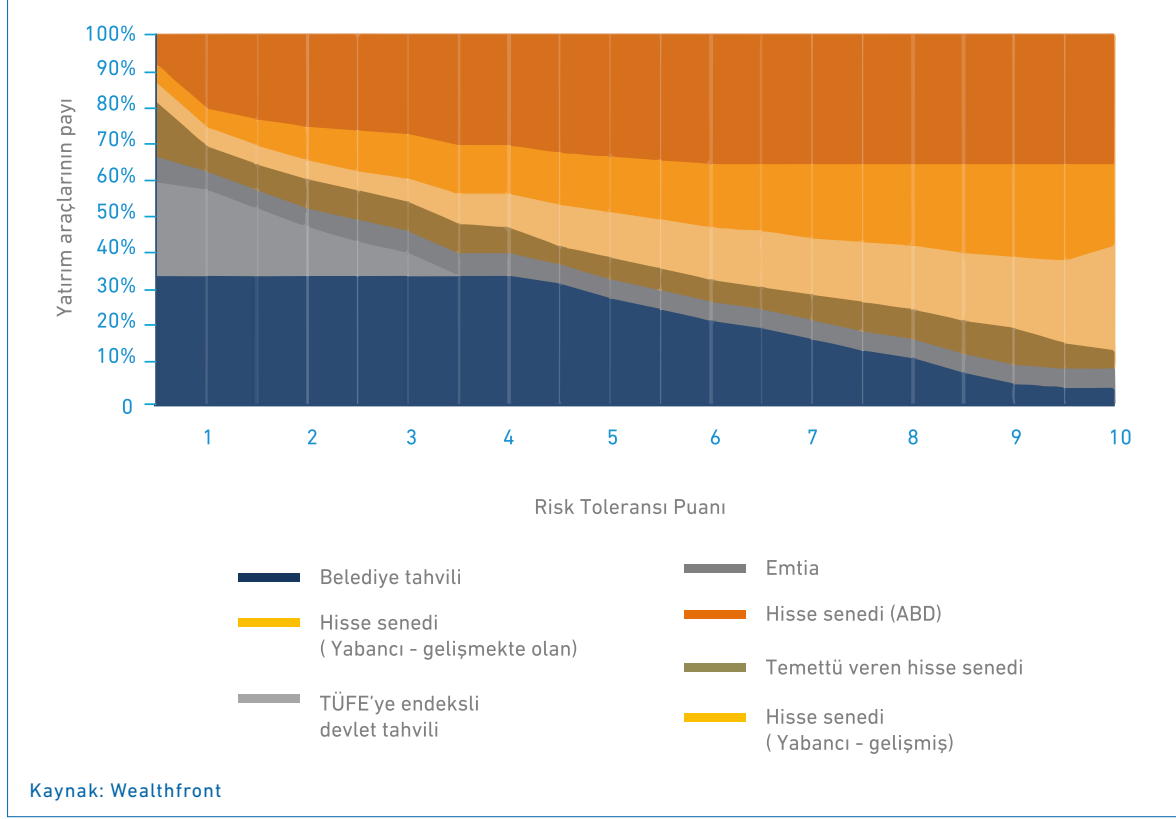
Daha önce bahsettiğimiz üzere kişilerin risk puanlarına uygun varlık dağılımları belirlenmeden önce, ortalama-varyans optimizasyonu ile her risk seviyesinde getiriyi maksimize eden varlık dağılımları belirlenir. Bu optimal varlık dağılımlarının belirlenmesi için daha önce hesaplanan ve Tablo 5 ve 6'te gösterilen standart sapma, korelasyon ve beklenen getiri parametreleri ile her bir varlık sınıfı

Tablo 6: Varlık Sınıflarının Beklenen Reel Getirileri

	FVFM getirisi	Wealthfront beklentileri ile düzeltilmiş getiri	Black-Litterman ile düzeltilmiş getiri	Maliyet ile netleştirilmiş getiri	Vergi ile netleştirilmiş getiri
Hisse senedi (ABD)	5.3%	4.3%	4.6%	4.5%	3.9%
Hisse senedi (Yabancı - gelişmiş)	6.2%	3.3%	5.3%	5.2%	4.4%
Hisse senedi (Yabancı - gelişmekte olan)	8.1%	5.4%	7.0%	6.8%	5.9%
Temettü veren hisse senedi	3.7%	5.3%	3.5%	3.4%	2.5%
Gayrimenkul	5.0%	3.5%	4.4%	4.3%	2.7%
Emtia	6.2%	3.0%	4.7%	4.6%	3.9%
TÜFE'ye endeksli devlet tahvili	-0.5%	-2.3%	-0.7%	-0.8%	-1.2%
Belediye tahvili	-0.8%	1.0%	-0.7%	-0.9%	-1.0%
ABD özel sektör tahvili	-0.2%	1.0%	-0.3%	-0.4%	-1.1%
Gelişmekte olan ülke devlet tahvili	1.0%	2.0%	1.1%	0.8%	-0.5%
ABD devlet tahvili	-0.8%	-1.5%	-0.9%	-1.0%	-1.4%

Kaynak: Wealthfront

Şekil 2: Risk Puanına Göre Vergilendirilebilir Yatırım Hesabı Varlık Sınıfı Dağılımları



için belirlenen minimum ve maksimum sınırlar kullanılır. Wealthfront, her risk seviyesi için optimal dağılımı hem vergilendirilebilir yatırım hesapları hem de emeklilik yatırım hesapları için yapar.

Şekil 2, 1 ile 10 risk toleransı puanı arasındaki her risk seviyesi için, ortalama-varyans optimizasyonu çerçevesinde vergilendirilebilir yatırım hesapları için hesaplanan portföy dağılımını göstermektedir. Bu dağılımda vergi bakımından verimli olan altı varlık sınıfı ile TÜFE'ye endeksli devlet tahvilleri kullanılmıştır. Görüldüğü üzere, risk puanı soldan sağa doğru arttıkça, TÜFE'ye endeksli devlet tahvili ve belediye tahvili gibi az riskli varlık sınıflarının payı azalmakta, hisse senetlerinin payı artmaktadır. TÜFE'ye endeksli devlet tahvilleri, vergi bakımından avantajlı olmamasına rağmen hem oynaklığı düşük olup hem de enflasyona karşı koruma sağladığı için risk seviyesi düşük portföylerde bulundurulmaktadır.

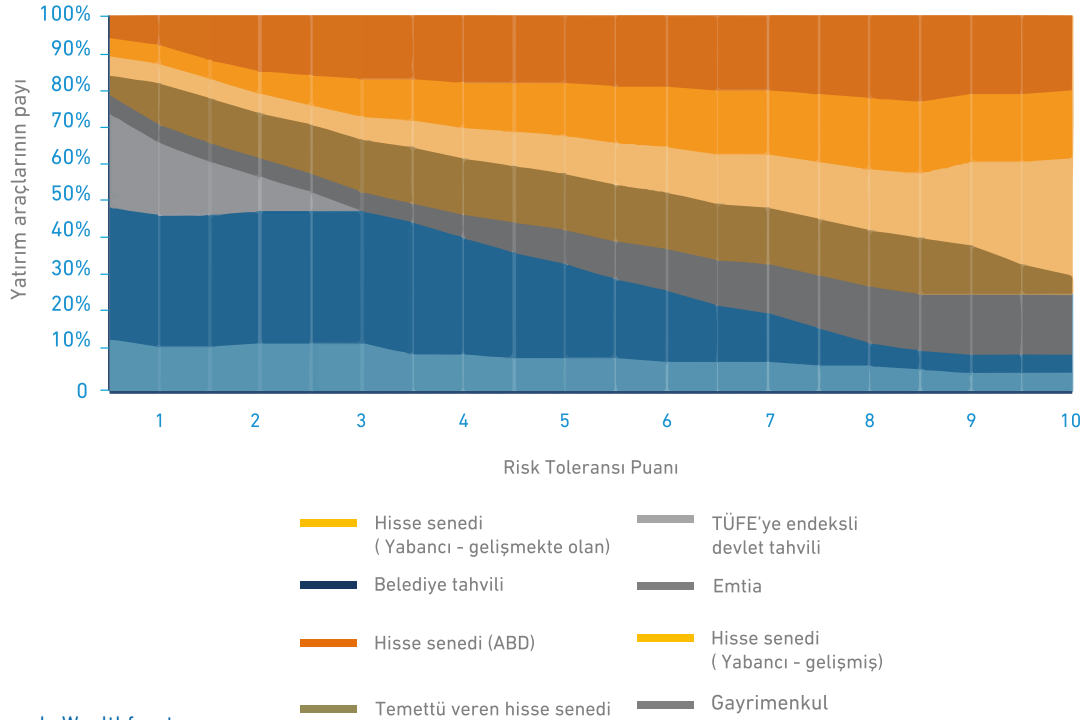
Şekil 3, her risk seviyesi için, ortalama-varyans optimizasyonu çerçevesinde, emeklilik yatırım hesapları için hesaplanan portföy dağılımını göstermektedir. Şekil 2'ye benzer şekilde soldan sağa doğru gittikçe yani risk toleransı arttıkça, risk seviyesi düşük olan tahvillerin ağırlığı

azalmakta, hisse senetleri ve gayrimenkulün payı artmaktadır. Devlet tahvilleri, belediye tahvilleri ve emtia, alınan riske kıyasla herhangi bir ekonomik getiri sağlamadığı (etkin sınırı yükseltmediği) için portföyde kullanılmamıştır.

Yatırımcıların portföylerinde kaç tane varlık sınıfı tutacağına, daha önce bahsettiğimiz üzere etkin sınırı yükseltip yükseltmediği kontrol edilerek karar verilir. Wealthfront'un çalışmasına göre, yalnızca ABD hisse senetleri, gelişmiş ülke hisse senetleri ve devlet tahvillerinin kullanıldığı bir portföyle karşılaştırıldığında, 7 varlık sınıfı kullanılan vergilendirilebilir yatırım hesabının getirileri yıllık %6 daha fazladır. Varlık sınıfı sayısı bunun üzerine çıktığında ise özellikle borsa yatırım fonu maliyetleri nedeniyle azalan getirilerle karşılaşmaktadır. Otomatik danışmanlarda kimi zaman 500 \$ gibi oldukça küçük yatırımlar da bulunduğundan, 7 veya 8 varlık sınıfına yatırım yapılması anlamlı olmamakta, varlık sınıfı sayısı borsa yatırım fonu yönetim maliyetini minimize edecek şekilde azaltılmaktadır.

Etkin sınır oluşturulduktan sonra, her yatırımcı için Harry Markowitz tarafından ortaya atılan ve Wealthfront'un risk toleransı ölçüsü ile parametrize edilen fayda fonksiyonu

Şekil 3: Risk Puanına Göre Emeklilik Yatırım Hesabı Varlık Sınıfı Dağılımları



maksimize edilerek bir portföy dağılımı hesaplanır. Kutu 2'de risk toleransı 7,5 olarak belirlenen örnek yatırımcının bu yöntem ile belirlenen portföy dağılımı verilmiştir.

Modern portföy teorisi ile oluşturulmuş bir portföy, zaman içinde bazı varlık sınıflarının diğerlerinden daha yüksek performans göstermesiyle optimumdan uzaklaşır.

Örneğin hisse senetlerinin yüksek performans gösterdiği bir dönemde, portföydeki hisse senedi ağırlığı optimal oranın üzerine çıkar ve portföyün riski artar. Bu nedenle otomatik danışmanın portföy oluşturulduktan sonraki görevi, dönemsel olarak varlıkların hedefine uygun şekilde tekrar optimal olarak dağıtılmasıdır.

Kutu 2: Wealthfront Örnek Yatırım Tavsiyesi

Tablo 7'de, Wealthfront'un Kutu 1'deki müşteri profili için belirlediği portföy dağılımları görülmektedir. Vergilendirilebilir yatırım hesabı için tümüyle ABD'de vergi avantajı olan varlık sınıfları (bkz. Tablo 3) kullanılmıştır. Toplamda %80 oranında hisse senedi içeren portföyde, çeşitlendirme ve enflasyondan koruma amacıyla yine ABD'de vergi avantajı bulunan belediye tahvili ve emtia gibi ürünler kullanılmıştır. ABD'de vergilendirilmeyen emeklilik yatırım hesabı için ise varlık sınıflarının vergi avantajları gözetilmeden bir dağılım yapılmıştır. %69 oranında hisse senedi içeren portföyde, çeşitlendirme amacıyla özel sektör ve gelişmekte olan ülke tahvilleri kullanılırken, enflasyondan koruma amacıyla %14 oranında gayrimenkul kullanılmıştır.

Vergilendirilebilir yatırım hesabında, yıllık ortalama %5,33 getiri ile örnek hesaptaki 50.000 \$'lık yatırımın değerinin beş yıl içinde 65.000 \$'a yükseleceği tahmin edilmektedir. Yatırımın beş yıl sonra 50.000 \$'ın altına düşme ihtimali %21 olarak tahmin edilmektedir. Emeklilik yatırım hesabında ise, yıllık ortalama %5,96 getiri ile örnek hesaptaki 50.000 \$'lık yatırımın değerinin beş yıl içinde 67.000 \$'a yükseleceği beklenmektedir. Yatırımın beş yıl sonra 50.000 \$'ın altına düşme ihtimali %18 olarak tahmin edilmektedir.

Tablo 5: Varlık Sınıfları Arasındaki Korelasyon ve Varlık Sınıflarının Standart Sapması

	Borsa yatırım fonu	Vergilendirilebilir yatırım hesabı	Emeklilik yatırım hesabı
Hisse senedi (ABD)	Vanguard VTI	35%	21%
Hisse senedi (Yabancı - gelişmiş)	Vanguard VEA	21%	18%
Hisse senedi (Yabancı - gelişmekte olan)	Vanguard VWO	16%	15%
Temettü veren hisse senedi	Vanguard VIG	8%	15%
Gayrimenkul	Vanguard VNQ	-	14%
Emtia	State Street XLE	5%	-
Belediye tahvili	iShares MUB	15%	-
ABD özel sektör tahvili	iShares LQD	-	10%
Gelişmekte olan ülke devlet tahvili	iShares EMB	-	7%
Yıllık ortalama getiri		5.33%	5.96%
50,000 \$'ın altına düşme ihtimali		21%	18%

Kaynak: Wealthfront

V. OTOMATİK DANIŞMANLAR İLE İLGİLİ ÇEKİNCELER

Otomatik danışmanların olası sakıncaları konusunda Federated Investors portföy yönetim şirketi adına yapılan bir araştırma (Fein, 2015), üç önde gelen otomatik danışmanın kullanıcı sözleşmeleri ile kamuyu aydınlatma broşürlerini inceleyerek otomatik danışmanların yatırımcıların çıkarına en iyi şekilde hizmet etmeyebileceğini öne sürmüştür. Araştırmaya göre yatırımcıların internet üzerinden imzalaması gereken bu sözleşmeler, çok sayıda anlaşılması zor açıklama ve hüküm içermekte, bu belgeler 140 sayfaya kadar uzayabilmektedir. Bu sözleşmelerde kişilerin yatırımlarından tamamen kendilerinin sorumlu olduğu, bazı hizmetlerin ek ücrete tabi olabileceği, otomatik danışmanların ortaklık yaptığı aracı kurum, takas ve saklama kuruluşlarından komisyon aldığı belirtilmektedir. Müşterilerin çoğunluğunun bu sözleşmeleri tümüyle okuduğu ve anladığının şüpheli olduğu düşünüldüğünde, otomatik danışmanların müşteriye en uygun tavsiyeyi sunmayabileceği, her durumda maliyeti minimize etmeyebileceği ve yatırım tavsiyelerinin çıkar çatışması içerebileceği ortaya çıkmaktadır.

ABD'deki sermaye piyasaları otoritesi SEC Yatırımcı Eğitimi ve Hakları Ofisi (Office of Investor Education and Advocacy, OIEA) ile Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) Mayıs 2015'te ortak bir bildiri yayınlarak yatırımcıları otomatikleşmiş yatırım araçları konusunda uarmıştır. Bu bildiride yatırımcılar, otomatik yatırım araçlarının kabiliyetlerinin sınırlı olduğu ve yanlış veya eksik varsayımlar üzerinden çalışıyor olabilecekleri konusunda uyarılmaktadır. Otomatik yatırım araçlarının algoritmasının, tamamen yatırımcıların kayıt formunda sağladığı bilgileri temel aldığı, kişisel finansal ihtiyaçları ve amaçları en iyi şekilde karşılayan sonuçlar vermeyebileceği belirtilmektedir. Bunlara ek olarak otomatik danışmanların, yatırımcıların nakit ihtiyacı gibi özel durumlarını değerlendiremeyeceği, insan muhakemesi ve kişiselleşmiş hizmetlerin yatırım sürecine otomatikleşmiş araçların katamayacağı değerler sağlayabileceği vurgulanmaktadır.

Avrupa Denetleyici Otoriteleri Ortak Komitesi (ESMA, EBA, EIOPA) de Aralık 2015'de bir tartışma metni yayınlayarak, bankacılık, sermaye piyasaları ve sigortacılıkta finansal danışmanlığın otomatizasyonunun, hem finansal kuruluşlara hem de yatırımcılara potansiyel faydalarını ve risklerini anlatmıştır. Bu makalede SEC ve FINRA'nın uyarısına benzer şekilde yatırımcıların otomatize edilmiş yatırım araçlarının kullandığı yöntemler ve bu yöntemlerin sınırlamalarına tümüyle hâkim olamayabileceği, yatırımcıların danışmanlara kendileri hakkında en doğru bilgileri sağlayamayabileceği ve otomatik danışmanların tavsiyelerinin yanlış anlaşılabilirliğini belirtmektedir. Metin ayrıca, otomatik danışmanların finansal kuruluşlara maliyeti azaltmak, müşteri tabanını genişletmek

ve süreçlerini takip etmesini kolaylaştırmak konusunda fayda sağlayacağını belirtilirken, otomatik danışmanların aynı algoritmaları kullanarak benzer yatırım tavsiyeleri vermesinin, bu danışmanların kullanımı yaygınlaştığında piyasalar üzerinde sistemik risk oluşturabileceğine dikkat çekmektedir.

Otomatik danışmanlara yönetilen eleştirilerden bir diğeri, bu şirketlerin 2010'dan bu yana, yani yalnızca piyasaların yükselişte olduğu bir dönemde var olduğudur. Otomatik danışmanlar hiçbir kriz döneminden geçmediği için, kriz durumunda nasıl bir performans gösterecekleri bilinmemektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Otomatik danışmanlık, ABD'de Betterment ve Wealthfront, İngiltere'de Nutmeg gibi şirketlerin öncülüğünde son yıllarda büyük ivme kazanmıştır. A.T. Kearney'in Haziran 2015'te yayınladığı araştırmaya göre otomatik danışmanların portföy büyüklüğünün 2020'de 2 trilyon \$ olması beklenirken, bu yeni şirketlerin geleneksel danışmanlar için bir tehdit oluşturup oluşturmadığı tartışma konusu olmuştur. Birçok uzman ve yatırımcı ise, her iki danışmanlık türünün artı ve eksileri olduğunu ve birbirlerinin yerini tutamayacağını düşünmektedir.

Fiyat konusunda otomatik danışmanlar açık ara öne çıkmaktadır. Wealthfront'un araştırmasına göre ABD'deki geleneksel yatırım danışmanları %1,31 civarında portföy yönetim ücreti uygularken, bu miktar otomatik danışmanlarda %0,25 civarındadır. Genellikle otomatik danışmanların ücret yapısı anlaşılır ve şeffaf olup, neredeyse tamamının internet sitelerinde ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Böylece otomatik danışmanlar, çoğunun asgari yatırım tutarının çok düşük olması veya hiç olmaması da göz önünde bulundurulduğunda, küçük yatırımlar yapmak isteyen büyük bir kitleye hitap etmektedir. Üstelik birçoğunda büyük yatırımcılara da hitap eder şekilde, yatırım miktarı arttıkça yönetim ücretleri oransal olarak azalmaktadır.

Kullanım rahatlığı ve erişim açısından değerlendirildiğinde de, otomatik danışmanların geleneksel danışmanlara kıyasla avantajlı olduğu söylenebilir. Yatırım yapma kararı alma ve bunu gerçekleştirme aşamasında; otomatik danışmanların sağladığı çeşitli uygulamalarla planlama

yapma ve hesap açma olanağı, kişilere hemen harekete geçme imkanı vererek yatırım yapmayı kolaylaştırmakta ve teşvik etmektedir.

Otomatik yatırım danışmanlığı sağladığı nesnellik ve tutarlılık ile güven telkin ederken, diğer yandan güvenilirlik konusunda eksiklikleri bulunmaktadır. Otomatik danışmanların sadece müşterilerin sağladığı kısıtlı sayısal verileri formüllerle değerlendirerek oluşturduğu yatırım hesabı, sıra dışı senaryoları göz önünde bulundurmamaktadır. Piyasalarda veya müşterinin finansal durumunda sıradışı bir olay gerçekleştiğinde bunu değerlendirebilecek ve müşteriyi bilgilendirebilecek bir geleneksel danışman, bu şartlar altında kişiye daha çok güven sağlayabilir. Yatırım danışmanı ile otomatik danışmanların soru formlarında kapsanamayacak kişisel durumları, sorumlulukları, finansal alışkanlık ve eğilimleri paylaşmak, danışmanın profil değerlendirmesini daha doğru kılabilir.

Etkinliği bakımından incelendiğinde, otomatik danışmanların geleneksel danışmanlara kıyasla yine bazı eksileri olduğu görülmektedir. Otomatik danışmanlar tarafından yönetilen portföyler çoğunlukla borsa yatırım fonlarından oluştuğu için getirisi genelde fazla yüksek olmamaktadır. Buna ek olarak, otomatik danışmanların kullandığı yöntemler daha çok uzun dönemde getiri sağlamaya meyilli olup, otomatik danışmanlar aracılığıyla yapılan çoğu yatırımın vadesi şimdilik bu getirileri elde edemeyecek kısadır. Ayrıca kişisel bir danışman ile yüz yüze veya telefonda görüşerek sürecin içinde olmak, müşteriye sadece aylık e-postalar gönderen bir platforma göre daha fazla

tasarruf etme ve yatırım yapma motivasyonu sağlayabilir. Son olarak otomatik danışmanlar kriz dönemlerinde var olmadığı için, kriz durumunda nasıl performans gösterecekleri belirsizdir.

Tüm bu açılardan değerlendirildiğinde otomatik danışmanların yatırımlarını aktif şekilde takip etmeyi düşünen, çevrimiçi çalışmayı kişilerle çalışmaya tercih eden ve küçük miktarlarda yatırım yapmak isteyen kişilere daha uygun olduğu söylenebilir

Kaynaklar

- A.T. Kearney Robo-Advisory Services Study, Haziran 2015.
- Advice Goes Virtual, Ernst & Young Global, New York, 2015.
- Vincent G., J. Goldstein ve S. Cunniff. 10 Disruptive trends in wealth management, Deloitte LLP, 2015.
- Fein, M. Robo Advisors: A Closer Look, 2015. SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2658701>
- Robo Advisers: Embrace the technology, but be aware of the Regulatory Scrutiny. National Regulatory Services, 2015.
- Wealthfront Investment Methodology White Paper, www.wealthfront.com
- Betterment Research White Papers, www.betterment.com
- Steverman, B. How to Invest in Pets, Caffeine, and Death. Bloomberg Businessweek, Ekim 2015.
- Investment Advisory: The Rise of the Robots? Chappuis Halder & Cie, Haziran 2015.
- Berger, R. 7 Robo Advisors That Make Investing Effortless, Forbes, Şubat 2015.
- Jobson, M. Dawn of the Robo Adviser, FT Adviser, Nisan 2015.
- Egan, M. Robo advisors: The next big thing in investing, CNN Money, Haziran 2015.
- <http://www.nutmeg.com/>
- <http://www.questrade.com/portfolio-iq>
- <http://www.wealthhorizon.com/>
- <https://assetbuilder.com/>
- <https://mariequantier.com/>
- <https://wisebanyan.com/>
- <https://www.8securities.co.jp/8Now>
- <https://www.arthyantra.com/>
- <https://www.hedgeable.com/>
- <https://www.jemstep.com/>
- <https://www.learnvest.com/>
- <https://www.moneyontoast.com/>
- <https://www.nestwealth.com/>
- <https://www.personalcapital.com/>
- <https://www.shareowner.com/>
- <https://www.sigfig.com/>
- <https://www.stockspot.com.au/>
- <https://www.vaamo.de/>
- <https://www.wealthsimple.com/>

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

