

GÖSTERGE

YAZ 2019

ARACI KURUMLAR - 2019/03
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2019/03
DÜNYADA YATIRIM DANIŞMANLIĞI
KALDIRAÇLI İŞLEMLERDE ULUSLARARASI DÜZENLEMELER



**TSPB**

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

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

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

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

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2019/03	1
<i>Ceylan Anıl – Deniz Kahraman</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2019/03	19
<i>Onur Salttürk</i>	
Dünyada Yatırım Danışmanlığı	29
<i>Onur Salttürk</i>	
Kaldıraçlı İşlemlerde Uluslararası Düzenlemeler	45
<i>Deniz Kahraman</i>	

ARACI KURUMLAR

2019/03

Ceylan Anıl – Deniz Kahraman

Bu çalışmamızda Birliğimiz, aracı kurumların yanı sıra ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan bir yatırım bankasından derlediği 2019 yılının ilk çeyreğine ait faaliyet verileri ile finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz etmiştir.

2019'un ilk çeyreğinde 64 aracı kurumun verilerinin yanı sıra, pay senedi piyasasında işlem yapan Merrill Lynch Yatırım Bankasının verileri de analize dâhil edilmiştir. Verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

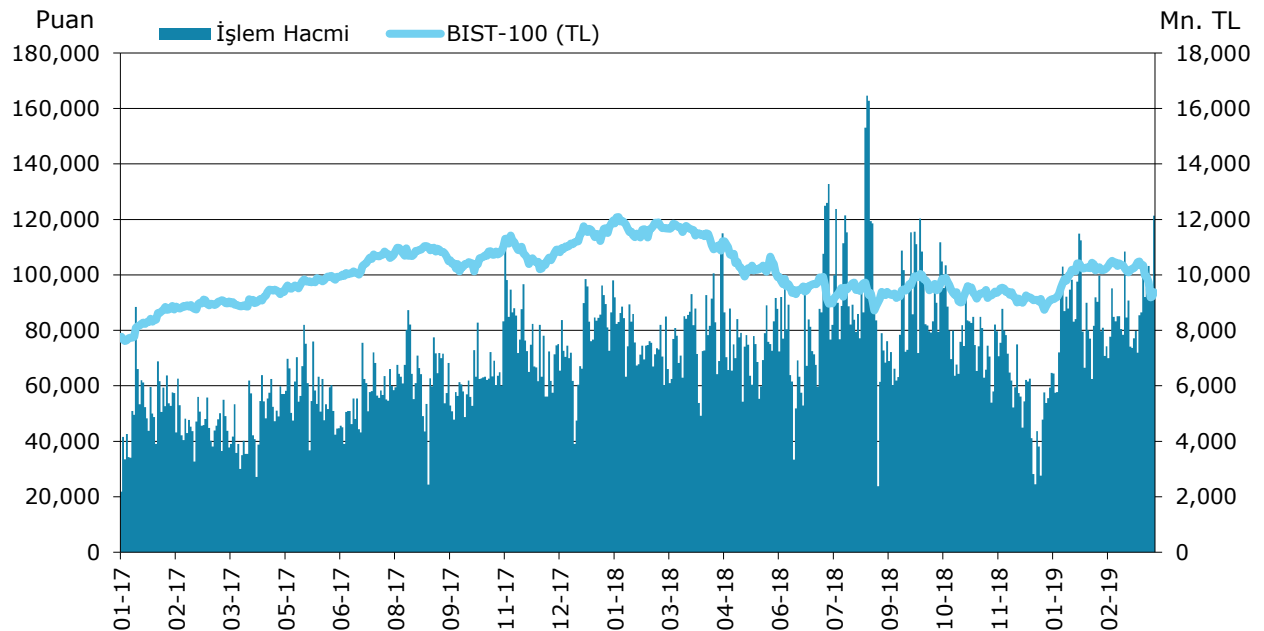
FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

2018 yılında, ABD ve Çin'in öncülüğünde dış ticarete korumacı eğilimlerin güçlenmesi ve İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair belirsizliklerin devam etmesinin etkisiyle, küresel iktisadi politikalara ilişkin endişeler artmış ve gelişmekte olan ülkelerin para birimleri dolar karşısında değer kaybetmişti. 2019 yılının ilk çeyreğinde ise öne çıkan gelişmeler ABD ile Çin arasında olumlu havada geçen ticaret

müzayedeleri, İngiltere'nin Mart sonunda AB'den ayrılması planlansa da Brexit'in tekrar ertelenmesi ve süregelen global büyümeye ilişkin endişeler olmuştur.

Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını 2018 yılı Eylül ayında %17,75'ten % 24'e yükseltmiş olan TCMB, 2019 yılının ilk çeyreği boyunca faiz oranını değiştirmemiştir.

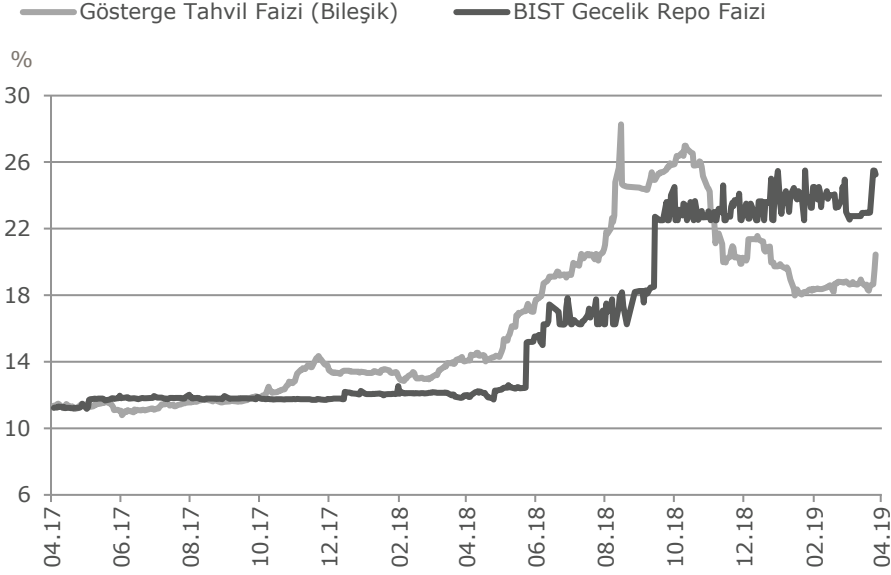
Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Gösterge faizi ise 2018 Ekim ayı ortasından beri düşüş eğiliminde olup, 2019 yılı ilk çeyreği boyunca %19 civarında gerçekleşmiştir.

26 Mart itibarıyla ise gösterge faiz oranı 2018 yıl sonu faiz oranının üzerinde seyretmiştir. .

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

ARACILIK FAALİYETLERİ

2019 yılının ilk çeyreğinde, repo faizinin mevduat faizinin üstünde olması dolayısıyla repo işlem hacmi hayli artmış, 2018 yılının ilk çeyreğine kıyasla neredeyse 3 katına çıkmıştır. Tahvil işlem hacimleri ise, geçtiğimiz yılın ilk çeyreğine göre %23 azalarak 265 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Pay senetleri işlem hacmi geçtiğimiz yılın ilk çeyreği ile benzer gerçekleşirken, opsiyon ve vadeli işlem hacimlerinin aynı dönemde arttığı görülmüştür.

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

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

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (mn. TL)

	2018/03	2018/12	2019/03	2019-2018 Değişim
Pay Senedi	1,002,499	3,955,750	1,044,861	4.2%
Aracı Kurum	906,684	3,594,678	957,478	5.6%
Banka	95,815	361,072	87,383	-8.8%
SGMK	344,592	1,290,436	265,915	-22.8%
Aracı Kurum	56,969	193,603	39,641	-30.4%
Banka	287,623	1,096,833	226,274	-21.3%
Repo	954,426	4,947,942	3,788,533	296.9%
Aracı Kurum	283,687	835,532	975,609	243.9%
Banka	670,739	4,112,411	2,812,924	319.4%
Vadeli İşlemler	559,825	1,970,194	626,598	11.9%
Aracı Kurum	545,390	1,913,905	596,443	9.4%
Banka	14,435	56,289	30,154	108.9%
Opsiyon	11,449	44,241	12,622	10.2%
Aracı Kurum	6,224	15,425	7,017	12.7%
Banka	5,225	28,816	5,606	7.3%
Varant*	8,440	22,386	7,456	-11.7%
Kaldıraçlı İşlemler*	1,649,981	6,413,135	1,952,515	18.3%
Müşteri	907,290	3,465,355	1,052,019	16.0%
Likidite Sağlayıcı	742,690	2,947,780	900,496	21.2%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

PAY SENETLERİ

2019 yılının ilk çeyreğinde, 53 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmış, işlem hacmi, 2018 yılının ilk çeyreğine göre hafif bir artışla 1 trilyon TL olmuştur. Bununla beraber, yoğunlaşma yüksek olup, bir yatırım bankası ile beraber ilk 5 kurumun hacmi, toplam piyasa hacminin %44'ünü oluşturmuştur.

Birliğimizin aracı kurumlardan ve pay senedinde işlem yapan yatırım bankasından derlediği verilere göre, yabancı yatırımcıların pay senedi işlem hacmi, geçen yılın aynı dönemine göre %29 artarken, artış tamamen yurtdışı kurumlardan kaynaklanmıştır. Bu kapsamda kurumlardan derlenen verilere göre aynı dönemde yerli yatırımcıların pay senedi işlem hacmi ise %3 azalmıştır.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %62'sinin yerli bireysel yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcılar 2019 Mart sonu itibarıyla halka açık payların yalnızca %20'sine sahiptir.

2019 yılında yurtdışı kurumsal yatırımcıların toplam işlem hacmi sadece %3 civarındadır. Yurtdışı yatırımcılarda ise ağırlık %35 pay ile yurtdışı kurumsal yatırımcılardadır.

Tablo 5'te işlem hacimlerinin departmanlara göre dağılımı ele alınmaktadır. Buna göre, yılın ilk çeyreğinde pay senedi hacminde en yüksek paya sahip olan internet işlemlerinin toplam pay senedi hacmindeki payının %39 ile hayli yüksek olduğu görülmektedir.

2018 yılından itibaren ilk defa işlem hacmi departman kırılımında, doğrudan piyasa erişimi (direct market access/DMA) detayına yer verilmeye başlanmıştır. Bu kanalın genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir. 2018 yılı öncesinde bu işlemlerin, ağırlıkla yurtdışı satış ve pazarlama departmanı ve internet altında sınıflandığı ifade edilebilir. Kurumların işlemlerinde doğrudan piyasa erişimi kanalının payı %13 olmuştur.

Son yıllarda finansal piyasalarda iş modellerinin teknolojik gelişmelerle evrildiği görülmektedir. Bu sayede emir iletiminin doğrudan yapıldığı kanallar olan internet ve doğrudan piyasa erişimi kanallarının pay senedi işlemlerindeki payının 2019 yılı ilk çeyreğinde %52 olduğu görülmektedir.

İnternet üzerinden yapılan işlemler, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından ter-

cih edilirken, doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalı ağırlıkla yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır.

Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmindeki payı %18 olup, bu işlemlerin büyük çoğu şubeler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Tablo 2: Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2019/03)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	61.7%	6.7%	5.6%	50.5%	18.0%	44.0%	52.8%
Yurtiçi Kurumlar	6.5%	24.6%	7.9%	10.2%	75.5%	38.7%	47.1%
Yurtiçi Kurumsal	2.6%	67.5%	86.4%	5.5%	1.4%	0.0%	0.0%
Yurtiçi Yatırımcı	70.7%	98.8%	99.9%	66.2%	94.9%	82.7%	100.0%
Yurtdışı Bireyler	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Kurumlar	27.2%	0.6%	0.0%	31.1%	4.9%	17.3%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	1.9%	0.4%	0.0%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	29.3%	1.2%	0.1%	33.8%	5.1%	17.3%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de bankalar faaliyet göstermektedir. Verileri derlenen yatırım bankası, sabit getirili menkul kıymetler piyasasında da işlem yapmakta olup; analize dâhil edilmiştir.

2019 yılının ilk çeyreğinde, yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil dâhil), geçtiğimiz yılın ilk çeyreğine göre %23 azalarak 265 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu işlemlerde aracı kurumların payı %15 olmuştur. Repo/ters-repo işlemleri ise (tescil dâhil) repo faizinin mevduat faizinin üstünde olması dolayısıyla neredeyse 3 katına çıkarak 3,8 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2019 yılının ilk çeyreğinde 32 aracı kurum ve 38 banka tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin

yarısının ilk 2 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Birliğimizce verileri derlenen kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Tahvil/bono işlem hacminin %68'ini yurtiçi kurumsal yatırımcılar oluştururken, %25'ini yurtiçi kurumlar gerçekleştirmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, işlemlerin %71'inin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ve merkez dışı birimler üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir. Ayrıca, bir aracı kurumun yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlemlerini yurtdışı satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıyor olması nedeniyle, yurtdışı satış ve

pazarlama departmanının bu işlemlerdeki payı %17 olarak kaydedilmiştir.

Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurum ve yatırım bankasının müşterilerinin neredeyse

tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcılar repo işlemlerinin %86'sını gerçekleştirmektedir.

VADELİ İŞLEMLER

2019'un ilk çeyreğinde toplam 52 aracı kurum, 8 banka ve Merkez Bankası tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine göre %18 oranında artarak 663 milyar TL olmuştur. TCMB, Eylül ayından itibaren Borsa İstanbul'da döviz vadeli işlem kontratlarında işlem yapmaktadır. Verileri derlenen yatırım bankasının da bu piyasada işlemi bulunmaktadır.

Vadeli işlemlerin büyük oranını endeks vadeli işlemleri oluşturmaktadır. Yine de, 2019 yılının ilk çeyreğinde endeks vadeli işlemlerin payı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre hayli düşmüştür.

Aracı kurumlar ve değerlendirmeye alınan yatırım bankası tarafından gerçekleştirilen vadeli işlemlerin yarısının ilk 5 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, işlemlerin yarısını oluşturmaktadır. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların vadeli işlem hacmindeki

payı, pay senedine göre daha yüksek olup, toplam işlem hacminin %5'ine karşılık gelmektedir. Ağırlıklı 2 kurumun kendi portföylerine yaptığı işlemleri yansıtan yurtiçi kurumların payı ise %10'dur.

Aracı kurumların vadeli işlemlerinde departman dağılımında en yüksek payın her biri %20'ye yakın paylarla internet, doğrudan piyasa erişimi (DMA) ve şubelere ait olduğu görülmektedir. Yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ile yurtdışı satış departmanları ise %12'şer paya sahiptir. Yurtiçi satış ve pazarlama departmanları ile şubeler aracılığıyla gerçekleştirilen işlem hacimlerinin payı geçtiğimiz yıla göre azalmaktadır.

Tablo 3: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı		
Ürün	2018/03	2019/03
Endeks	66.2%	50.8%
Döviz	28.6%	39.3%
Diğer Vadeli	5.2%	9.9%
Toplam	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

OPSİYONLAR

2019 yılının ilk çeyreğinde 32 aracı kurum ve 4 banka toplam 12 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiştir. Opsiyon işlemlerinde 2017 yılının ikinci yarısında başlayan düşüş eğilimi 2019 yılında da devam etmektedir.

2018 ilk çeyreği ile kıyaslandığında, pay senetlerini dayanak alan opsiyon işlemlerinin azaldığı görülmektedir. Döviz dayanak alan sözleşmelerin payı ise %88'e çıkmıştır.

2019 yılının ilk çeyreğinde aracı kurumların opsiyon işlem hacmi 7 milyar TL olurken, ilk

2 kurum aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon hacminin %70'ini oluşturmuştur.

Tablo 4: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Oranı Dağılımı		
Ürün	2018/03	2019/03
Endeks	6.3%	7.4%
Döviz	86.2%	88.0%
Pay	7.4%	4.6%
Toplam	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

Opsiyon işlemlerinde genelde yurtiçi bireylerin yoğunlukta olduğu görülse de, 2019

yılının ilk üç ayında aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %76'sı yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu değişimde 2 aracı kurumun tüzel yatırımcılar ile gerçekleştirdiği işlemlerin büyük etkisi olmuştur. Yabancı yatırımcıların ise bu işlemlerdeki payı %10'un altında kalmaktadır.

Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %69'unun kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir.

Tablo 5: Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2019/03)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	9.4%	45.1%	59.7%	12.5%	10.1%	2.1%	14.1%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	18.0%	16.1%	21.7%	22.1%	12.8%	0.9%	13.7%
Şube	15.5%	3.9%	7.8%	19.7%	11.9%	0.9%	13.5%
Acente	1.2%	12.2%	13.9%	1.2%	0.9%	0.0%	0.3%
İrtibat Bürosu	1.3%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
İnternet	39.0%	0.4%	0.0%	22.4%	3.2%	49.0%	26.0%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	13.0%	0.0%	0.0%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.1%	0.6%	0.1%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	3.1%	21.1%	3.1%	7.1%	68.7%	30.4%	46.1%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	17.1%	16.7%	15.5%	13.2%	5.0%	17.3%	0.0%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Varant işlemleri yalnızca aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. Ağırlıklı olarak bireysel yatırımcıların işlem yaptığı bu piyasada 2019 yılının ilk üç ayı boyunca 42 aracı kurum tarafından aracılık yapılmıştır.

Varant işlem hacmi 2018 yılının ilk çeyreğine göre %12 azalış göstererek, 7,5 milyar TL

olmuştur. Varant işlemlerinin yarısı internet üzerinden yapılmış olup yurtdışı satış ve pazarlama departmanı sadece bir kurumun işlemlerini yansıtmaktadır.

Ayrıca, işlem hacminin %60'ının ilk 2 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

2019 yılının ilk çeyreğinde ise kaldıraçlı işlem hacmi önceki yılın aynı dönemine göre %18 artarak 1,9 trilyon TL olmuştur. Bu hacmin 1 trilyon TL'lik kısmını aracı kurumların müşterileri ile gerçekleştirdiği kaldıraçlı işlemler oluşturmıştır.

Kaldıraçlı işlemlerde de yoğunlaşma yüksektir. Müşterilerle gerçekleşen işlemlerin

%60'tan fazlası ilk 5 aracı kurum tarafından yapılmıştır. 2019 yılının ilk çeyreğinde kaldıraçlı işlemlerin %26'sı internet üzerinden yapılmış iken, %14'ü pay ile yurtiçi satış departmanı da ikinci sırada gelmektedir. Tablo 5'te kurum portföyü altında izlenen tutar esas olarak likidite sağlayıcı ile yapılan işlemleri göstermektedir.

KURUMSAL FİNANSMAN

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

PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

Dünya’da son yıllarda şirketlerin halka açılmak yerine, girişim sermayesi, risk sermayesi gibi modellere yöneldiği görülmektedir.

Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre Dünya’da 2019 yılının ilk çeyreğinde, 2018 yılının aynı dönemine kıyasla halka arz olan şirket sayısı %41 azalırken, halka arzların toplam büyüklüğü ise %74 düşerek 13 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Rapor- da; süregelen ticaret savaşları, jeopolitik gelişmeler ve Brexit ile ilgili belirsizliklerin bu düşüşte etkili olduğu belirtilmiştir.

Türkiye’de halka arzlar 2018 yılının ilk yarısında canlansa ve toplam 9 şirket halka arz olsa da, 2018’in ikinci yarısı itibarıyla yeni halka arz olmamıştır.

Diğer yandan, özel sektörün tahvil ihraç sayısı ve tutarında artış devam etmektedir. 2019’un ilk çeyreğinde ise 338 adet tahvil ihracı gerçekleştirilmiş, hasılat tutarı ise

2018 yılının ilk çeyreğine göre %25 artarak 50 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalar tarafından gerçekleştirildiğinden aracı kurumların tamamlanan tahvil ihraç sayısı ile farklılık göstermektedir. 338 adet tahvil ihracının 293’ünün aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülmektedir.

Tablo 6: Pay Halka Arzları ve Tahvil İhraçları
2018/03 2018/12 2019/03

Pay Senedi Halka Arzları

Sayı	6	9	0
Tutar (mn TL)	3,040	5,419	-

Pay Senedi İkincil Halka Arzları

Sayı	0	1	0
Tutar (mn TL)	-	2,989	-

Tahvil İhraçları

Sayı	402	1,385	338
Tutar (mn TL)	46.0	179,121	49.8

Kaynak: Borsa İstanbul

*Tahsisli satışlar hariçtir.

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2019 yılının ilk çeyreğinde aracı kurumlar 428 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 293’ü tahvil ihracı olmak üzere, toplam 363 adet proje tamamlamıştır.

Aracı kurumlar, 2019 yılının ilk üç ayında satın alma- birleşme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 2 proje tamamlamıştır. Diğer yandan, özelleştirme projesi satış tarafında ve alış tarafında ise 1’er yeni işin tamamlandığı görülmektedir. Bu projeler Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş’nin üretim te-

sislerinin bir kısmının özelleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Diğer finansmana aracılık türündeki projeler ise, Türkiye’deki girişimlere yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık faaliyetini ifade etmektedir. Bu faaliyette bulunan bir aracı kurum bulunmaktadır.

Diğer danışmanlık faaliyetinin altında tamamlanan 45 iş ise genellikle menkul kıymet ihraççıların ihtiyaç duyduğu; değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsamaktadır.

Tablo 7: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)			
	2018/03	2018/12	2019/03
Birincil Halka Arz	6	11	0
İkincil Halka Arz	0	6	0
Tahvil-Bono İhracı	351	1,216	293
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	2	11	1
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	3	12	1
Finansal Ortaklık	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	1	5	1
Sermaye Artırımı	19	47	8
Temettü Dağıtımı	25	41	12
Özelleştirme -Alış Tarafı	0	2	1
Özelleştirme -Satış Tarafı	1	9	1
Diğer Danışmanlık	33	97	45
Toplam	441	1,457	363

Kaynak: TSPB

VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir. İncelenen kurum-lardan yalnızca 17 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir.

Aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında yönettiği portföy bü-yüklüğü 2018 sonunda olumsuz piyasa ko-şullarının etkisiyle 2,1 milyar TL'ye inse de, 2019 yılı Mart sonunda 2,5 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2019 Mart sonu itibarıyla 18 aracı kurum tarafından 4.328 gerçek ve tüzel kişiye port-föy yönetimi hizmeti verilmektedir. Müşteri

sayılarını değerlendirirken, birden fazla ku-rumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

2018 yıl sonuna kıyasla, tüzel yatırımcı sayı-sı neredeyse iki katına çıksa da, bu gelişme yatırımcı sayısını 2 katına çıkaran bir ku-rumdan kaynaklanmaktadır. Tüzel yatırımcı-ların portföyündeki büyüme ise aynı dönem-de %20 olmuştur.

Aracı kurumlardan portföy yönetimi hizmeti alan bireysel yatırımcıların portföyü ise, 2018 yılı ortasında 2 milyar TL'yi aşsa da, 2019 Mart sonunda 1,9 milyar TL olarak gerçek-leşmiştir

Tablo 8: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi			
	2018/03	2018/12	2019/03
Yatırımcı Sayısı	3,944	4,331	4,328
Tüzel	83	82	156
Gerçek	3,861	4,249	4,172
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	2,304	2,133	2,543
Tüzel	320	487	637
Gerçek	1,985	1,647	1,906

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

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

Aracı kurumların müşterilerine kullandığı kredi bakiyesi, 2018 Mart sonunda tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşarak 2,7 milyar TL olmuştur. Takip eden çeyreklerde ise BIST-100 endeksindeki düşüş ve faizlerdeki artışın etkisiyle yıl sonunda 1,8 milyar TL'ye inmiştir. Ne var ki 2019 Mart sonunda kredi bakiyesi 2018 sonuna göre %11 artarak 2 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Kredili işlem bakiyesinin neredeyse beşte birini tek bir aracı kurum oluşturmaktadır. En yüksek kredili işlem bakiyesine sahip ilk

9 kurum ise toplam kredili işlem bakiyesinin dörtte üçünü oluşturmaktadır.

Kredi kullanan yatırımcı sayısı, 3 aylık dönemde 401 kişi azalırken, yatırımcı başına kredi hacmi ise aynı dönemde %11 artarak 2019 Mart sonunda 172.425 seviyesine gelmiştir. Bununla beraber, kişi başına düşen kredi bakiyelerinin 11.500 TL ile 1 milyon TL arasında değiştiği görülmektedir.

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

Tablo 9: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri

Yatırımcı Sayısı	2018/03	2018/12	2019/03
Kredi Hacmi (mn TL)	2,676	1,823	2,017
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	12,567	12,101	11,700
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	212,973	150,666	172,425

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır. Bu dönem verileri derlenen yatırım bankasının şubesi bulunmamaktadır.

Aracı kurumlar 2017 yılının ilk çeyreğinde yürürlüğe giren foreks düzenlemesinden beri, merkez dışı birimlerini kapatma eğilimindedir. 2019 yılının ilk çeyreğinde 2 kurum tarafından toplam 3 şube açılırken, 3 kurumda toplam 6 şube kapanmıştır.

2019 yılında 2 kurumun açtıkları birer irtibat bürosu ile irtibat bürosu sayısı 48 olmuştur.

2019 Mart sonu itibarıyla 39 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı birimlerin %96'sının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir.

Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, banka iştiraki olmayan bir aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir. 2019 yılında acente şubesi sayısı, şubelerini kapayan bir kurumun etkisiyle 68 azalarak 8.325 olmuştur.

Tablo 10: Erişim Ağı

	2018/03	2019/03
Şubeler	292	286
İrtibat Büroları	44	48
Acente Şubeleri	8,356	8,325
TOPLAM	8,692	8,659

Kaynak: TSPB

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, birçok finansal ürün için şube

hacminin işlem hacminin kayda değer bir kısmını oluşturduğu anlaşılmaktadır. Bazı aracı kurumlar acenteler ile emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, fiiliyatta acenteler aracılığıyla sadece müşteri edini-

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

ÇALIŞAN PROFİLİ

2017 yılı Şubat ayında yürürlüğe giren foreks düzenlemesi sonrasında aracı kurumlarda istihdam kaybı yaşanmış, bu dönemde çalışan sayısının azalma eğiliminin sadece foreks düzenlemesinden ileri gelmediği, sektör geneline yayıldığı görülmüştü. Bununla beraber, 2017 yılının son çeyreğinden itibaren istihdamda toparlanmaya başlamıştır.

2019 yılında 2 adet aracı kurum faaliyete geçmesi ile birlikte; toplam 64 adet aracı kurumun yanı sıra piyasalarda işlem yapan Merrill Lynch Yatırım Bankasının da dâhil edildiği 2019 Mart sonu verilerine göre, sektörde toplam çalışan sayısı 4.911 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 11: Kurumların Çalışan Sayısı			
	2018/3	2018/12	2019/03
Kadın	2,014	2,075	2,073
Erkek	2,082	2,841	2,838
Toplam	4,816	4,916	4,911

Kaynak: TSPB

2019 yılı ilk çeyreğinde personel sayısını en fazla artıran şirketler Oyak (9 kişi), Halk (7 kişi) ve Osmanlı Yatırım (7 kişi) olurken,

istihdamı en fazla azaltan şirketler Garanti (22 kişi), GCM (12 kişi) ve Deniz Yatırım (6 kişi) olmuştur.

Aracı kuruluşlarda personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların %62'si bu üç birimde çalışmaktadır.

Tablo 12'de görüleceği üzere, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı 2018 yılının ilk çeyreğinde 73 iken, 2019 Mart ayı sonunda 78 kişiye yükselmiştir. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde ortalama çalışan sayısı 15 olup, sektör genelinde bu bölümde çalışan sayısı son bir yılda 607 kişiden 689 kişiye çıkmıştır.

Aracı kurum çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veri www.tspb.org.tr adresinde yer almaktadır.

Tablo 12: Çalışanların Departman Dağılımı

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2018/03	2019/03	2018/03	2019/03
Şube ve İrtibat Bürosu	1,567	1,661	5	5
Şube	1,340	1,340	5	5
İrtibat Bürosu	202	330	5	7
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	607	689	14	15
Broker	84	88	2	2
Dealer	228	232	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	145	166	6	6
Hazine	124	131	4	4
Portföy Yönetimi	35	31	2	2
Kurumsal Finansman	129	142	4	4
Araştırma	175	178	4	3
Mali ve İdari İşler	647	664	10	10
İç Denetim-Teftiş	177	196	3	3
İnsan Kaynakları	65	79	2	2
Bilgi İşlem	243	247	4	5
Diğer	545	389	9	10
Toplam	4,751	4,916	73	78

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, yatırım kuruluşlarının kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan 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 bulunduğundan, rapordaki tüm tablolar da bu verilere yer verilmiştir.

Aracı kurumdan yatırım bankasına dönüşen Merrill Lynch'in verilerine 2018 yılından itibaren karşılaştırmalarda yer vermeye başlanmıştır.

Tablo 13'te gösterildiği üzere yatırım kuruluşlarının toplam varlıkları artan nakit ve nakit benzerleri ile ticari alacaklarla birlikte 2019 yılının ilk çeyreğinde 2018 sonuna göre

%31 artarak 29 milyar TL'ye yükselmiştir. Likit bir aktif yapısına sahip sektörün varlıklarının 27 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 15 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 9 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır.

2018 sonu itibarıyla yatırım kuruluşlarının ellerinde bulundurdıkları varlıkların %35'i yabancı para cinsinden iken, bu dönemde %32'ye gerilemiştir. Bu gelişmede son dönemde bankalararası piyasada TL cinsi faizin yükselmesi etkili olduğu düşünülebilir.

Bununla beraber, yükümlülükler incelendiğinde döviz cinsinden yükümlülüklerin yatırım kuruluşlarının toplam yükümlülüklerinin yılsonuna göre 2 puan azalarak %6'sı civarında olduğu görülmektedir.

Dönen varlıklar altındaki diğer kısa vadeli dönen varlıklarda 2019 yılının ilk çeyreğinde gözlenen artış, verilen depozito ve teminatlardaki yükselişten kaynaklanmaktadır.

2018'in son çeyreğinde yatırım kuruluşlarının kredili işlemlerindeki artışla ilişkili olarak nakit ve nakit benzerlerindeki bankalar ka-

leminde 367 milyonluk artış yaşanmış, ters repo alacakları ise 646 milyon artarak 967 milyona ulaşmıştır.

Kısa vadeli yükümlülüklerdeki 2,8 milyar TL'lik artış ise bir aracı kurumun borçlanma aracı ihracıyla bir yıldan kısa vadeli kaynak temin etmesinden ileri gelmektedir.

Tablo 13: Özet Bilanço (milyon TL)

	2018	2018	Değişim
Dönen Varlıklar	20,302	27,006	33.0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,004	14,588	32.6%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,770	2,143	21.1%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	6,240	8,807	41.1%
Diğer	1,287	1,468	14.1%
Duran Varlıklar	1,576	1,795	13.9%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	896	904	0.8%
Diğer	680	891	31.0%
TOPLAM VARLIKLAR	21,878	28,801	31.6%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,564	21,373	46.8%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,251	10,992	33.2%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	5,526	9,311	68.5%
Diğer	786	1,070	36.1%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,152	1,194	3.6%
Özkaynaklar	6,162	6,234	1.2%
Ödenmiş Sermaye	2,444	2,424	-0.8%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	246	249	1.0%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	8	8	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	307	316	2.7%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	613	627	2.2%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	1,201	2,183	81.8%
Net Dönem Kârı/Zararı	1,343	428	-68.1%
TOPLAM KAYNAKLAR	21,878	28,801	31.6%

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 14'te görüldüğü üzere aracı kurumların 16 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir.

Yatırım kuruluşlarının kısa vadeli portföyleri 2019 yılı ilk çeyreğinde 2018 sonuna göre %32 artarak 16 milyara yükselmiştir. Bunun en büyük nedeni repo ve mevduatlarda son dönemde görülen yükseliştir.

İki aracı kurumun kısa vadeli borçlanma yoluyla edindiği kaynakları mevduatta değerlendirmeye eğilimiyle birlikte repo ve mevduatta %34'lük bir artış olduğu görülmektedir. Mart 2019 itibariyle yatırım kuruluşlarının repo ve mevduat tutarı 14 milyardır.

2018'de özel sektör sabit getirili menkul kıymet yatırımları 2018 sonuna göre %21 azalarak 642 milyon TL'ye gerilerken, pay senedi yatırımları %100 artarak 836 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 14: Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2018	2019/03	Değişim
Repo ve Mevduat	10,555	14,169	34.2%
Kamu SGMK	280	302	7.7%
Özel SGMK	810	642	-20.7%
Pay Senedi	418	836	99.8%
Diğer	262	364	38.9%
Toplam	12,325	16,312	32.3%

Kaynak: TSPB

Tablo 13'e dönecek olursak yatırım kuruluşlarının 23 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 11 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar, 9 milyar TL'sini ise büyük ölçüde kurumların menkul kıymet ve takas pozisyonlarına işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Yatırım kuruluşlarının kısa vadeli borçlanmalarının 5 milyar TL'sini para piyasasına borçlar, 5 milyar TL'sini çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 1,2 milyar TL'sini banka kredileri

oluşturmaktadır. Para piyasasına borçlar yılın ilk çeyreğinde 2018 sonuna göre 115 milyon TL artmıştır.

Yatırım kuruluşlarının çıkarılmış tahvil, bono ve senetler yoluyla elde ettiği kısa vadeli kaynaklar da Mart 2019 itibarıyla 1,9 milyar TL artmıştır.

Toplam özkaynaklar ise 2018 sonuna göre fazla değişmeyerek 6,2 milyar TL olmuştur.

GELİR TABLOSU

2019 yılı ilk çeyreğinde kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %17 oranında artarak 1 milyar TL'ye ulaşmıştır. İki dönem arasında hem pay senedi, hem de vadeli işlem hacmi daha yüksek gerçekleşmesine rağmen, aracılık gelirleri %3 gerilemiştir.

Toplam gelirlerin büyümesinde, kurum portföyü karı, müşteri faiz gelirleri ile diğer gelirlerdeki (saklama komisyonları, diğer danışmanlık gelirleri vb.) artış etkili olmuştur. Ayrıca, geçen yılın aynı döneminde kurum portföyüne yapılan işlemlerden kazançlar 76 milyon TL'ye çıkmıştır.

Tablo 15: Toplam Gelirler (milyon TL)

	2018/03	2019/03	Değişim
Aracılık Gelirleri	491	474	-3.4%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	84	203	140.6%
Kurumsal Finansman Gelirleri	92	75	-18.4%
Varlık Yönetimi Gelirleri	17	14	-18.8%
Müşteri Faiz Gelirleri	114	158	38.1%
Diğer Gelirler	57	76	33.2%
Toplam	855	1,000	16.9%

Kaynak: TSPB

Toplam gelirlerin %48'ini aracılık gelirleri oluştururken, karşılaştırılan dönemlerde bu gelirler %3 düşmüştür.

2019 yılının ilk çeyreğinde kurumların müşterileriyle yaptıkları pay senedi işlemleri önceki yılın aynı dönemine göre %4 artarken Tablo 16'da sunulduğu gibi bu işlemlerden elde edilen gelirler %12 gerilemiştir.

Sektörün aracı kuruma kalan efektif ortalama pay senedi komisyon oranı 2019 yılının ilk çeyreğinde %0,0295 olarak hesaplanmaktadır. Bu rakam vadeli işlemler için %0,0132 olarak hesaplanmaktadır.

2019'un ilk çeyreğinde hem pay senedi hem de vadeli işlem hacimleri önceki yıla göre artarken, bu işlemlerden elde edilen gelirlerin azalmasıyla efektif komisyon oranları önceki dönemlere göre azalmıştır.

Aynı dönemde türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri müşteri işlem hacmindeki %10'luk yükselişe rağmen, ancak %3 artarak 75 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Müşteriler ile yapılan kaldıraçlı işlem hacmi 2019'un ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 artarken bu işlemlerden elde edilen gelirler %18 oranında artarak 75 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 16: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2018/03	2019/03	Değişim
Pay Senedi	338	299	-11.7%
Türev İşlem	73	75	2.6%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	6	13	124.5%
Yabancı Menkul Kıymet	10	12	16.9%
Kaldıraçlı İşlem	63	75	18.5%
Toplam	491	474	-3.4%

Kaynak: TSPB

Yatırım kuruluşlarının kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, tamamlanan proje sayısındaki düşüşle 2019'un ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %18 düşerek 75 milyon TL'ye inmiştir.

Tablo 17'de sunulduğu gibi, halka arz ve özel sektör borçlanma aracı ihracı gelirleri bir önceki seneye göre %18 düşerek 53 milyon TL olmuştur.

2018 yılının ikinci yarısında yaşanan ekonomik gelişmelerle birlikte yavaşlayan kurum-

sal finansman faaliyetleri, 2019'un ilk çeyreğinde önceki çeyreğe göre %54 artış göstererek toparlanmaya başlamıştır.

Bu dönemde şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 8,5 milyonu yabancı bir kurumun yapmış olduğu, tek bir işlemde kaynaklanmaktadır. Bir aracı kurumun faaliyetlerini yoğunlaştırdığı diğer finansmana aracılık faaliyetleri ile sektör 10 milyon TL'lik gelir yaratmıştır.

Tablo 17: Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2018/03	2019/03	Değişim
Halka Arz – Tahvil İhraç	65	53	-17.6%
Şirket Satın Alma-Birleşme	15	9	-42.7%
Diğer Finansmana Aracılık	4	10	176.0%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	1	1	38.1%
Diğer Danışmanlık	7	1	-83.4%
Toplam	92	75	-18.4%

Kaynak: TSPB

Yeniden Tablo 15'e dönecek olursak, faizlerdeki artış nedeniyle müşteri faiz gelirlerinin %38 yükselerek 158 milyon TL'ye ulaştığı görülmektedir. Bu gelişmede 2018 Mart sonuna göre kredi bakiyesi %5 azalmasına rağmen, faizlerin artması etkili olmuştur.

Özel portföy yönetimi müşterisi gerçek ve tüzel yatırımcıların portföyleri büyümesine rağmen, kurumların bu hizmetten elde etmiş olduğu gelir geçen yılın aynı dönemine göre %19 azalarak 14 milyon TL'ye gerilemiştir.

Diğer gelirler kaleminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaşanan %33'lük artış bir aracı kurumun yüksek frekanslı işlem yapan müşterilerine sunmuş olduğu hizmetten elde ettiği yan gelirlerden ve başka bir aracı kurumun ana ortağına sunduğu yatırım danışmanlığı, pazar araştırması gibi faaliyetlerden elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır.

Tablo 18'de gösterildiği gibi, 2019 yılı ilk çeyreğinde kurumların toplam giderleri önceki yılın aynı dönemine göre %15 artarak 584 milyon TL olmuştur. 104 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %71'ini pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tes-cil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %58'ini personel giderleri oluşturmaktadır. 4.916 kişinin istihdam edildiği sektörde çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri Mart 2018'e göre %8 artarak 19.017 TL olmuştur. Toplam personel gideri ise 2019 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %11 artarak 280 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 18: Giderler (milyon TL)

	2018/03	2019/03	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	88	104	17.5%
İşlem Payları	65	74	14.9%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	23	29	24.8%
Genel Yönetim Giderleri	421	480	14.0%
Personel Giderleri	252	280	11.4%
Amortisman Giderleri	11	19	68.9%
İtfa Payları	2	3	81.7%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	3	4	10.9%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	10	10	-2.2%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	22	27	24.1%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	122	137	12.8%
Toplam	510	584	14.6%

Kaynak: TSPB

Sonuç olarak, 2019 yılının ilk çeyreğinde kurum portföyü karları, müşterilerden alınan faiz gelirleri ve diğer gelirlerdeki artışın etkisiyle toplam brüt kar önceki yılın aynı dönemine göre %17 artarak 1 milyar TL olmuştur.

Tablo 19’da gösterildiği gibi giderlerdeki artışın daha düşük kalmasıyla faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %29 artarak 470 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 19: Gelir Tablosu (milyon TL)

	2018/03	2019/03	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	49,335	62,742	27.2%
Satışların Maliyeti	-48,480	-61,742	27.4%
Brüt Kâr/Zarar	855	1,000	16.9%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-88	-103	17.6%
Genel Yönetim Giderleri	-421	-480	14.0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-0.1	-36.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	78	169	117.3%
Diğer Faaliyet Giderleri	-59	-115	93.5%
Faaliyet Kârı/Zararı	364	470	29.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	1	974.7%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	8	11	41.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	372	482	29.7%
Finansman Gelirleri	625	809	29.4%
Finansman Giderleri	-473	-745	57.4%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	524	546	4.3%
Vergi Gelir/Gideri	-100	-118	17.7%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-139	-186	33.5%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	39	68	74.4%
Dönem Kârı/Zararı	423	428	1.1%

Kaynak: TSPB

Verilere çeyrekler itibarıyla bakıldığında karlılığın son dönemde önceki çeyreklere oranla hayli arttığı göze çarpmaktadır. Yatırım kuruluşlarının faaliyet karı, 2018 yılının dördüncü çeyreğinde önceki dönemlere göre hayli gerilese de, 2019’un ilk çeyreğinde %78 artarak 470 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, finansman gelirlerinin finansman gelirlerinden yüksek olması nedeniyle vergi öncesi kar 546 milyona ulaşmıştır.

Net finansman gelirleri 2019’un ilk üç ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %58 gerileyerek 64 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu gerilemede faizdeki yükselişe bağlı olarak faiz giderlerinin %55 artması etkili

olmuştur. Son dönemde net finansman gelirlerindeki toplanmanın önemli bir kısmı, türev işlem karını içeren diğer gelirlerden ileri gelmiştir.

Sonuç itibarıyla, 2019’un ilk çeyreğinde kurum portföyü işlemleri ve müşteri faiz gelirlerindeki artışa bağlı olarak faaliyet gelirleri artmıştır. Ancak, net finansal gelirlerdeki azalış faaliyet gelirlerindeki artışı olumsuz etkilemiştir. 2019 yılının ilk çeyreğinde verisi derlenen kurumların kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre fazla değişmeyerek 428 milyon TL olmuştur.

Tablo 18: Net Dönem Kar/Zarar

	2018/03	2019/03
Kurum Sayısı	63	64
Kar Eden Kurum Sayısı	52	51
Zarar Eden Kurum Sayısı	11	13
Net Kâr	405	428
Toplam Kâr (milyon TL)	421	475
Toplam Zarar (milyon TL)	-16	-47
Karlılık*	50%	43%
Özsermaye Karlılık Oranı	24%	23%

Kaynak: TSPB

*Net Kar/Brüt Kar

2019 yılının ilk çeyreğinde en çok kâr eden kurum İş Yatırım (110 milyon TL) olurken, sırasıyla ilk 6 kurum (İş Yatırım, Yapı Kredi Yatırım, Garanti Yatırım, Merrill Lynch Yatırım Bankası, Deniz Yatırım ve Ak Yatırım) sektör karının neredeyse %70'ini oluşturmuştur.

İncelenen 63 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından 51'i bu dönemde kâr etmiştir. 2019 yılı ilk çeyreğinde sektörün özsermaye karlılık oranı geçen yılın aynı dönemine göre 1 puan gerileyerek %23 oranında gerçekleşmiştir.

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2019/03

Onur Salttürk

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2019 yılının ilk üç ayına ilişkin olarak sırasıyla portföy

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

PORTFÖY YÖNETİMİ

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

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre ise faaliyetleri sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlandırılmış kapsamına giren portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım fonu veya girişim sermayesi fonu yönetmektedir.

Mart 2019 itibarıyla Birlik üyesi 52 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Ancak bu kurumlardan biri portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden bu kurumun kendi yönettiği portföy bulunmamaktadır. Diğer dört portföy yönetim şirketi ise henüz fon yönetmemektedir. Bir portföy yönetim şirketi kapanma sürecindeyken bir portföy yönetim şirketi ise henüz yeni kurulmuştur. Bu dönem Vakıf ve Halk Portföy'ün Ziraat'e katılmasıyla portföy yönetim şirketi sayısı iki azalmıştır. Sonuç olarak portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 46'dır.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (Mart 2019)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	43	519	78,465
Emeklilik Yatırım Fonu	26	407	97,126
Bireysel Portföy Yönetimi*	30	2,517	24,791
Yatırım Ortaklığı	7	11	510
Toplam	46	3,454	200,892

Kaynak: TSPB

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

Yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarındaki bir önceki yılın aynı dönemine göre 14'er milyar liralık büyüme ile yönetilen toplam portföy büyüklüğü %19 artarak Mart 2019 sonunda 201 milyar TL'yi

bulmuştur. Yönetilen portföy büyüklüğünün yaklaşık yarısını emeklilik yatırım fonları oluşturmaktadır.

2019 yılının ilk üç ayındaki artışın önemli kısmı menkul kıymet yatırım fonlarından kaynaklanmıştır. 2018 sonunda 45 milyar TL'ye kadar gerileyen menkul kıymet yatırım fonlarının portföy değeri mevduat faizlerindeki düşüşü takip eden süreçte para piyasası fonlarına artan taleple ciddi yükselişe geçmiştir. MKK'nın yayımlamaya başladığı aylık fon giriş çıkışları verisine göre 2019'un ilk üç ayında sadece para piyasası fonlarına giriş toplam 15 milyar TL olmuştur. Mart 2019'da geçen yılın aynı dönemine göre tüzel kişilerin portföy büyüklüğü 4 milyarlık artışla %24 yükselmiştir.

2019'un ilk üç ayında portföy yönetimi yapan 46 kurumun 15'i banka kökenlidir.

Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %92'sini yönetmektedir.

2019'un ilk çeyreği itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip tümü banka kökenli ilk 5 kurum (sırasıyla Ziraat Portföy, İş Portföy, Ak Portföy, Garanti Portföy ve Yapı Kredi Portföy) toplam yönetilen portföyün %76'sını oluşturmaktadır. 2019 yılında Ziraat Portföy'ün Vakıf ve Halk Portföy'ü devralması sektörde yoğunlaşmanın daha da artmasına neden olmuştur. 3 kamu kökenli portföy yönetim şirketinin tek bir çatı altında toplanması 2018 sonunda en büyük beş şirketin toplam portföyün %65'ini yönettiği sektörde bu oranın 2019'un ilk çeyreğinde %76'ya yükselmesini sağlamıştır.

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)	2018/03	2018/12	2019/03
Yatırım Fonları	64,349	56,920	78,465
Emeklilik Yatırım Fonları	83,308	93,206	97,126
Bireysel Portföy Yönetimi	20,459	22,776	24,791
Gerçek Kişi	5,075	5,334	5,708
Tüzel Kişi	15,384	17,442	19,082
Yatırım Ortaklıkları	483	515	510
Toplam	168,598	196,192	200,892

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

Mart 2019 itibarıyla yatırım fonu yöneten 43 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü 2018 sonuna göre %38 artarak 79 milyar TL olmuştur.

Yatırım fonu yöneten 43 şirket arasında, toplam yönetilen yatırım fonlarının %48'i 3 şirket (İş Portföy, Ziraat Portföy ve Ak Portföy) tarafından yönetilmektedir.

Tablo 3: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)	2018/03	2018/12	2019/03
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	54,484	44,727	62,927
Gayrimenkul Yatırım Fonu	2,761	3,994	5,355
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	407	804	848
Borsa Yatırım Fonu	153	182	270
Serbest Yatırım Fonu	6,543	7,213	9,066
Toplam	64,349	56,920	78,465

Kaynak: TSPB

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

Alternatif fonlar hızla büyüye de yatırım fonlarının en büyük bölümü geleneksel menkul kıymet fonlarından meydana gelmektedir. Menkul kıymet fonları bu Mart 2019 itibarıyla toplam yatırım fonu portföyünün %80'ini oluşturmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonları 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren özellikle Ağustos sonunda mevduat ve katılma hesaplarına getirilen stopaj avantajıyla küçülmeye başlamışsa da ilerleyen dönemde para piyasası fonlarına talebin artmasıyla tekrar yükselişe geçerek tarihi zirve 79 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Merkezi Kayıt Kuruluşu aylık bazda yatırım fonlarındaki fiyat etkisinden arındırılmış net sermaye giriş-çıkışlarını yayımlamaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yurtdışında kurulu fonları MKK'da yer almadığı için Tablo 4'te sunulan MKK'da saklanan portföy büyüklüğü (Mart 2019 itibarıyla 74 milyar TL) Birliğimizin derlediği tutardan (78 milyar TL) düşüktür. Veriler, 2019'un ilk

üç ayında yatırım fonlarına 17,7 milyar TL'lik net sermaye girişi olduğunu, bunun 15 milyar TL'sinin de getirileri mevduattan daha yüksek olan para piyasası fonlarında gerçekleştiği görülmektedir.

Gayrimenkul yatırım fonları ile girişim sermayesi yatırım fonları ise 2016'dan itibaren büyüme eğilimindedir. Serbest fonların da dahil olduğu toplam alternatif yatırım fonları sene sonuna göre %27 büyüyerek 2019'un ilk çeyreğinde 16 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Yeni kurulmaya başlandığı 2016 yıl sonunda, 3 adet gayrimenkul fonu 85 milyon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2019'un ilk çeyreği sonunda gayrimenkul yatırım fonu sayısı 33'e çıkmış, bu fonların büyüklüğü ise 5 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarının sayısı aynı dönemde 14'e çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 848 milyon TL olmuştur. Serbest fonların sayısı 2019 yılında 7 adet artarak 123'e çıkarken, bu fonların portföy büyüklüğü ise %26 artarak 9 milyar TL olmuştur.

Tablo 4: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (milyon TL)

	2019 Başı Portföy Büyüklüğü	2019 Mart Sonu Portföy Büyüklüğü	2019 Ocak-Mart Net Sermaye Girişi
Para Piyasası	12,848	29,056	15,090
Borçlanma Araçları	17,891	17,937	-823
Serbest	6,964	9,211	1,481
Gayrimenkul	3,117	4,652	1,183
Değişken	3,585	3,811	97
Hisse Senedi	2,290	2,386	-182
Katılım	1,539	2,107	474
Fon Sepeti	1,496	1,707	91
Girişim Sermayesi	1,270	1,422	5
Kıymetli Madenler	530	747	170
Korumalı	501	624	87
Karma	484	484	-21
Genel Toplam	52,514	74,143	17,651

Kaynak: MKK

Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen, portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen

fonların özel fonların büyüklüğü ise 2019'un ilk çeyreğinde %19 artarak 7,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Emeklilik Yatırım Fonları

Mart 2019 itibarıyla 26 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2019'un ilk çeyreğinde emeklilik yatırım fonları büyüklüğü otomatik katılım sistemi (OKS) fonları dâhil olmak üzere 97 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2017 yılında devreye giren ve kademeli olarak 45 yaş altı çalışanların dahil olduğu otomatik katılım sistemindeki fon

büyüklüğü toplam emeklilik yatırım fon büyüklüğünün 5,5 milyar TL'sini oluşturmaktadır. Mart 2019 itibarıyla sistemdeki toplam katılımcı sayısı 5,2 milyon kişidir.

Emeklilik yatırım fonlarının yönetiminde yoğunlaşma yüksek kalmaya devam etmektedir. İlk dört kurum (Ak Portföy, İş Portföy, Ziraat Portföy, Garanti Portföy) toplam emeklilik yatırım fonlarının %76'sını yönetmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

2019'un ilk çeyreğinde bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 30 kurum vardır. İlgili dönemde 2.268 gerçek, 252 tüzel kişinin toplamda 24,8 milyar TL'lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken, bir kişinin birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır.

Gerçek kişilerin ortalama portföy büyüklüğü 2,6 milyon TL iken, tüzel kişilerde bu büyüklük 76 milyon TL civarındadır.

2019'un ilk çeyreği itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların yarısından fazlasının üç portföy yönetim şirketinden birine yöneldiği görülmektedir.

Bireysel portföyü en yüksek üç kurum (Ziraat Portföy, İş Portföy, Ak Portföy) portföyün %72'sini yönetirken, ardından gelen iki kurumun (İstanbul Portföy ve Azimut Portföy) toplam portföydeki pazar payları %15'tir.

Birliğimiz bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayrıştırarak derlemektedir. Bu doğrultuda incelendiğinde, 2.268 gerçek kişinin özel portföy yönetimi kapsamında yönetilmekte olan 5,7 milyar TL'lik yatırımlarının %35'i yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Aynı oran 19 milyar TL'lik tüzel kişi portföyünde %7'dir.

Tablo 5: Bireysel Portföy Yönetimi (myr. TL)

(Mart 2019)	Kolektif Yatırım Araçları	Diğer Yatırım Araçları	Toplam
Gerçek Kişi	2.0	3.7	5.7
Tüzel Kişi	1.3	17.7	19.1
Toplam	3.4	21.4	24.8

Kaynak: TSPB

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49 adet yatırım ortaklığının 11'i portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır.

Portföy yönetimi alan yatırım ortaklıklarının portföy değerinin %91'ini menkul kıymet yatırım ortaklıkları oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü

2019'un ilk çeyreğinde önceki döneme göre ufak bir azalışla 510 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2018 sonuna kıyasla gayrimenkul yatırım ortaklıklarında 2,3 milyon TL'lik azalışla %19'luk düşüş gerçekleşmiştir. 15 milyon TL civarında küçülen gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyünü girişim sermayesi yatırım ortaklıklarındaki 24 milyon TL'lik artış ile menkul kıymet yatırım ortaklıklarındaki 18 milyon TL'lik büyüme telafi etmiştir.

Tablo 6: Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)

	2018/03	2018/12	2019/03
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	447.4	472.0	465.5
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	24.8	12.2	9.9
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	10.5	31.1	34.5
Toplam	482.6	515.3	510.0

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

Portföy yönetim şirketlerinde açılan yeni kurum sayısına paralel olarak çalışan sayısında yavaş bir artış eğilimi görülmektedir. 2019 yılında ise sektörde çalışan sayısı Halk ve Vakıf Portföy'ün faaliyetlerinin sona ermesiyle 40 kişi azalarak 737 kişiye gerilemiştir. Sektörde toplam çalışan sayısının yalnızca %36'sını kadınlar oluşturmaktadır.

52 portföy yönetim şirketi arasında çalışan sayısı sıralamasında 50 ve üzeri çalışana sahip olan 3 kurumun (İş Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy) çalışan sayısı toplam portföy yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının dörtte biri kadardır. Diğer taraftan çalışan sayısı 5 veya 5'ten daha az olan 15 kurum bulunmaktadır. Sektör geneline bakıldığında, ortalama çalışan sayısı 14'tür.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %34'ünün lisansüstü diploması (lisansüstü ve doktora) bulunmaktadır. Ayrıca çalışanların %45'i 15 yıl ve üstü tecrübeye sahiptir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 7'de verilmiştir. Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti departmanları bulundurmakta ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Sektörde risk yönetimi birimi olan 23, fon hizmet birimi olan ise 26 portföy yönetim şirketi vardır.

2019 Mart itibarıyla çalışanların %27'si (202 kişi) portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan 11 portföy yönetim şirketlerinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir.

Yurtdışı satış ve pazarlama birimi üç kurumda bulunmakta olup bu kurumların yurtdışı satış ve pazarlama biriminde toplam 5 kişi çalışmaktadır.

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

Tablo 7: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar				
	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan	
	2018/12	2019/03	2018/12	2019/03
Genel Müdür	54	52	1	1
Portföy Yönetimi	205	202	5	5
Yurtiçi Satış	81	74	4	4
Yurtdışı Satış	5	5	3	2
Yatırım Danışmanı	17	13	2	2
Araştırma	41	35	1	1
Risk Yönetimi	34	31	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	68	66	3	3
Mali ve İdari İşler	127	114	3	2
İç Denetim-Teftiş	65	63	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	1	1
Bilgi İşlem	12	12	2	2
Diğer	63	65	3	2
Toplam	777	737	15	14

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Mart 2019’da portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları bir önceki yıl sonuna göre %9 azalarak 835 milyon TL’ye inmiştir. Azalışın temel nedeni ise Vakıf Portföy ile Halk Portföy’ün faaliyetlerinin sona ermesidir. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %88’i dönen varlıklardan meydana gelmektedir. Özkaynaklar ise toplam varlıkların %87’sini oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların %26’sı iki kuruma (Garanti Portföy ve İş Portföy) aittir.

Bu iki kurum da 100 milyon TL’den fazla toplam varlığa sahiptir.

2019’un ilk çeyreğinde sektör genelindeki nakit ve nakit benzerleri sene sonuna göre %37 azalarak 329 milyon TL’ye gerilemiştir. Düşüş kısmen bir aracı kurumun bu dönemde mevduattaki varlıklarını yatırım fonlarında değerlendirmeye başlamasından kaynaklanmaktadır. Bu tercih sonucunda kısa vadeli finansal yatırımlar 77 milyon TL artış göstermiştir.

Tablo 8: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

	2018/12	2019/03	% Değişim
Dönen Varlıklar	863.0	733.7	-15.0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	518.6	328.9	-36.6%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	195.8	272.7	39.3%
Diğer Dönen Varlıklar	148.6	132.1	-11.1%
Duran Varlıklar	54.8	101.0	84.3%
Maddi Duran Varlıklar	12.3	27.2	120.9%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	22.6	22.9	1.6%
Diğer Duran Varlıklar	20.0	51.0	155.1%
TOPLAM VARLIKLAR	917.9	834.7	-9.1%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	86.7	78.2	-9.9%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22.5	33.2	47.7%
Özkaynaklar	808.7	723.4	-10.6%
Ödenmiş Sermaye	422.2	377.4	-10.6%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	10.0	9.9	-0.9%
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	5.3	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-2.6	-3.3	28.0%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	79.7	89.7	12.5%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	61.7	193.5	213.8%
Net Dönem Kârı/Zararı	232.4	50.9	-78.1%
TOPLAM KAYNAKLAR	917.9	834.7	-9.1%

Kaynak: TSPB

Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kalemden oluşmaktadır. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2018'in ilk çeyreği ile kıyaslandığında portföy yönetim şirketlerinin emeklilik alternatif yatırım fonu gelirlerinde %21 azalma olurken bu düşüş artan menkul kıymet yatırım fonu gelirleri ile telafi edilmiştir. Sonuç olarak, 2019'un ilk üç ayında portföy yönetim şirketlerinin portföy yönetiminden elde ettikleri komisyon gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %8 oranda artış göstererek 127 milyon TL olmuştur. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden geçen yıl olduğu gibi kayda değer gelir elde edilmemiştir.

Yatırım Fonları

Yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler portföy yönetim şirketlerinin elde ettikleri gelirin %74'ünü oluşturmaktadır.

Gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen gelirler 2019'un ilk çeyreğinde bir önceki yıla göre %65 artarak 11 milyon TL olmuştur. Aynı yıl kurulan girişim sermayesi fonu gelirleri de alternatif yatırım fonlarının gelişimine paralel olarak 4,7 milyona ulaşmıştır.

Birliğimizin son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirlerini Tablo 10'da incelemiştir. Yatırım fonlarında portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği ortalama komisyon oranı %0,57 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 9: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)			
	2018/03	2019/03	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	117	126	8.3%
Kolektif Portföy Yönetimi	111	117	5.1%
Emeklilik Yatırım Fonları	28	22	-20.5%
Yatırım Fonları	83	94	13.3%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	67	70	3.4%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	7	11	64.8%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	2	5	177.8%
Borsa Yatırım Fonları	0	0	17.6%
Serbest Yatırım Fonları	7	8	19.3%
Yatırım Ortaklıkları	1	1	38.4%
Bireysel Portföy Yönetimi	5	9	75.4%
Gerçek Kişi	3	3	11.5%
Tüzel Kişi	3	6	142.7%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	1	1	19.4%
Fon Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri	0	0	-
TOPLAM	117	127	8.4%

Kaynak: TSPB

Emeklilik Yatırım Fonları

Portföy büyüklüğü daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde gelirler daha düşüktür.

2019 yılında emeklilik yatırım fonu büyüklüğü artsa da bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler geçen yılın aynı dönemine kıyasla 6 milyon TL azalarak 22 milyon TL'ye inmiştir. Bu durum 2018 yılında uygulamaya konulan düzenleme ile bir portföy yönetim şirketinin bir emeklilik şirketi fonlarının en fazla %40'ını yönetebilir hale gelmesinin etkilerini yansıttığı düşünülmektedir. Emeklilik fonlarından portföy yönetim şirketleri sektör ortalamasında yıllık %0,10 oranında komisyon elde etmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

Sektör genelinde 2019'un ilk çeyreğinde bireysel portföy yönetiminden 9 milyon gelir elde edilmiştir.

2019'un ilk üç ayı itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranı %0,16'dır.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Yatırım ortaklığından 2019'un ilk çeyreğinde elde edilen gelir 1,1 milyon TL'dir.

Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0,82 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 10: Portföy Yön. Komisyon	
	Toplam
Yatırım Fonu	0.57%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.10%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.16%
Yatırım Ortaklığı	0.82%
Toplam	0.25%

Kaynak: TSPB

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

Giderler

2019'un ilk çeyreğinde genel yönetim giderleri geçtiğimiz yıla göre %23 artışla 92 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %56'sını personel giderleri oluşturmaktadır.

2018'in ilk çeyreğinde 740 olan ortalama çalışan sayısı bu dönem 757'ye gerilemiştir. Personel giderlerini ortalama personel

sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür.

2019'un ilk çeyreğinde bu tutar geçen yılın aynı dönemine göre %14 artarak 22.427 TL olmuştur. Çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise bu dönem geçen yılın aynı dönemine göre azalan kârlılıkla %19 düşerek 22.427 TL olmuştur.

Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

	2018/03	2019/03	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	164.7	142.7	-13.4%
Satışların Maliyeti (-)	-35.5	-16.0	-55.0%
BRÜT KAR/ZARAR	129.2	126.7	-1.9%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.2	-2.3	8.0%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-75.1	-92.1	22.7%
<i>Personel Giderleri</i>	-44.3	-51.6	16.6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	-
Diğer Faaliyet Gelirleri	4.4	11.9	170.0%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-2.3	-7.5	226.6%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	54.0	36.6	-32.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	18.5	27.9	51.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-8.8	-15.0	71.4%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	63.7	49.5	-22.3%
Finansman Gelirleri	16.9	18.6	10.3%
Finansman Giderleri (-)	-0.4	-0.5	11.8%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	80.1	67.6	-15.6%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-13.6	-14.2	4.8%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-5.5	-2.5	-55.4%
DÖNEM KARI/ZARARI	61.0	50.9	-16.6%

Kaynak: TSPB

Kârlılık

Portföy yönetim şirketlerinin giderlerindeki artış gelirlerindeki artışın önüne geçmiş ve net dönem kârı 2019 yılının ilk çeyreğinde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %17 düşüş göstermiştir. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı oranları da bu gelişmelere bağlı olarak azalmıştır.

Sektörde net faaliyet gelirleri son bir yıl içinde %32 azalarak 37 milyon TL'ye çıkmıştır.

2019 yılının ilk çeyreğinde 30 kurum 61 milyon TL kâr ederken, 22 kurum 10 milyon TL zarar etmiş ve sektördeki net dönem kârı 51 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Sırasıyla en çok kâr eden Ak, Yapı Kredi, İş, Ziraat ve Garanti Portföy toplam 44 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının %87'sini oluşturmuştur.

Tablo 12: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem K/Z		
	2018/03	2019/03
Kurum Sayısı	48	52
Kâr Eden Kurum Sayısı	29	30
Zarar Eden Kurum Sayısı	19	22
Net Dönem Kârı (milyon TL)	61.4	50.9
Kâr Toplamı (Milyon TL)	66.1	60.9
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-4.7	-10.0
Net Kâr/Gelirler	47%	40%
Özsermaye Kârlılık Oranı	33%	28%

Kaynak: TSPB

DÜNYADA YATIRIM DANIŞMANLIĞI

Onur Salttürk

Yatırım yönetimi, ekonomi ve finans konularında bilgili olmanın yanında piyasaları sürekli takip etmeyi gerektirmektedir. Bu nedenle, bu alanlara ilişkin hususi öğrenim görmemiş ya da özel bir ilgisi bulunmayan yatırımcıların istikrarlı ve sürdürülebilir şekilde başarılı yatırım yapması çoğunlukla mümkün olmamaktadır.

Bu noktada yatırımcılar açısından profesyonel yatırım danışmanları ile çalışmanın önemi ön plana çıkmaktadır. Dünyada pek çok bireysel yatırımcı, yatırımları ile ilgili karar vermek için yeterince donanımlı olmadığından profesyonel yatırım danışmanları ile çalışarak ciddi katma değer sağlamaktadır. Yatırım danışmanı bir meslek olarak yatırımlarla ilgili konuları sürekli takip ettiğinden yatırımcılara ihtiyaç duydukları bilgi ve desteği sağlayabilmektedir. Bununla beraber, başarılı ve sürdürülebilir yatırım için yatırımcı ile yatırım danışmanı arasındaki olası çıkar çatışmalarının önlenmesi de büyük önem arz etmektedir.

Yatırımcı ile yatırım danışmanı arasındaki çıkar çatışmasının yatırım danışmanlarının faaliyetleri üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır. Yatırım danışmanının tavsiye ettiği ürünler nedeniyle doğrudan finansal kuruluşlardan komisyon alması çıkar çatışmasına neden olmaktadır. Bu doğrultuda, yatırım danışmanının gelir elde etme yönteminin sıklıkla yatırımcı lehine tavsiyede bulunmasının önüne geçtiği görülmektedir. Bu çıkar çatışması sonucu yatırım danışmanının yönlendirme ve tavsiyeleri nedeniyle yatırımcının düşük performans elde etmesi istisna değildir. Bu nedenle, pek çok ülkede

yatırımcıların finansal sisteme küserek uzun vadeli yatırımlarını sonlandırdığı bilinmektedir.

Yatırım danışmanlarının bireysel menfaatlerini yatırımcı menfaatlerinin önüne koyması hususu yatırımcı için dezavantajlı bir durum oluşturduğundan pek çok ülke yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin kalitesini artırma ve çıkar çatışmasını önlemeye yönelik düzenlemelerde bulunmuştur. Yatırım danışmanının gelir elde etme yöntemi ile yatırımcı menfaatleri arasındaki asimetrinin yönetimi için yapılan düzenlemeler ülkeler arasında önemli çeşitlilik göstermektedir. Bu düzenlemelerin yatırımcı nihai hedeflerinin gerçekleştirilmesinde, yatırımların performansında ve sunulan yatırım danışmanlığı hizmetinin niteliği üzerinde farklı etkileri olmaktadır.

Yatırım danışmanlığına ilişkin düzenlemeler öncelikle yatırım danışmanlarının türlerini belirlemeye yöneliktir. Çeşitli yatırım danışmanı sınıflarına uygulanan düzenleyici yaklaşım farklı asgari nitelik ve standartlar gerektirmektedir. Yatırım danışmanlarının ücretlendirmesi, hizmet standartları, lisanslama gibi hususlar ülkeler arasında ciddi farklar göstermektedir. Ancak genel olarak 2008-2009 finansal krizinin ardından tüm ülkelerde yatırım danışmanlığına ilişkin düzenlemelerin yeniden gözden geçirildiği ve sıkılaştırıldığı görülmektedir.

Bu çalışmamızda çeşitli ülkelerdeki yatırım danışmanlığı hizmetlerine ilişkin mevcut düzenleyici iklim ve yaklaşımlar masaya yatırılırken danışman türleri, lisanslama ve

sicil gereksinimleri ile ülkeler arasındaki benzerlik ve farklılıklar üzerinde durulacaktır.

ABD

Yatırım danışmanlığı hizmeti ABD’de banka, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, finansal planlama şirketleri ve yatırım danışmanlığı firmaları tarafından sunulmaktadır.

Tablo 1’de gösterildiği gibi 2017 sonunda ABD’de sadece aracı kurum olarak faaliyet

gösteren 3.132, ayrıca yatırım danışmanlığı firması olarak da tescil edilen 594 aracı kurum bulunmaktadır. Aracı kurum haricinde yatırım danışmanlığı hizmeti sunan portföy yönetim şirketi, finansal planlama şirketi gibi firma sayısı ise 30.000’e yaklaşmıştır.

Tablo 1: Kurum Sayısı				
	2008	2010	2015	2017
Aracı Kurum	3,969	3,744	3,303	3,132
Aracı Kurum ve Yatırım Danışmanlığı Firması	926	834	640	594
Yatırım Danışmanlığı Firması	24,147	25,324	28,744	29,599
TOPLAM	29,042	29,902	32,687	33,325

Kaynak: FINRA

2008-2009 küresel finansal krizinden bu yana toplam aracı kurum sayısının %24 azaldığı görülmektedir. Buradan hareketle aracı kurum sektöründe konsolidasyon olduğu söylenebilmektedir. Buna karşın, yatırım danışmanlığında bulunan firmalarının sayısının ise 24.147’den 29.599’a

yükseldiği anlaşılmaktadır. Raporun ilerleyen kısmında “yatırım danışmanlığı firması” ifadesi bu faaliyeti yürütmeye yetkili portföy yönetim şirketleri, finansal planlama şirketleri gibi şirketlerin yanı sıra finansal danışmanlıkta uzmanlaşmış şirketleri de kapsamaktadır.

Tablo 2: Danışman Sayısı (2017)	
Aracı Kurum Temsilcisi	343,333
Aracı Kurum ve Yatırım Danışmanlığı Firması Temsilcisi	286,799
Yatırım Danışmanlığı Firması Temsilcisi	56,472
TOPLAM	686,604

Kaynak: FINRA

Tablo 2’de verildiği üzere 2017 sonunda aracı kurumlarda çalışan toplam 630.132 temsilci bulunmaktadır. Sadece aracı kurum temsilcisi sayısı 343.333 iken hem aracı kurum temsilcisi hem de yatırım

danışmanı olarak görev yapan çalışan sayısı 286.799’dur. Buna karşın, münhasıran yatırım danışmanı olarak çalışan kişi sayısı ise 56.472’dir.

Yatırım Danışmanı Türleri

Sundukları hizmetlerdeki örtüşmeye rağmen aracı kurum ve yatırım danışmanlığı firmaları farklı yasal düzenlemelere tabidir.

1934 tarihli Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu (Securities Exchange Act) aracı kurumları düzenlemekle beraber aracı kurumlar ayrıca sektörün özdüzenleyici kuruluşu olan FINRA'nın denetimine tabidir. Aracı kurumların özdüzenleyici Finansal Endüstri Düzenleme Kurumu'na (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) üye olması zorunluyma bu kurumlar bünyesinde yatırım danışmanı olarak istihdam edilen çalışanlar da FINRA'ya "aracı kurum temsilcisi" sıfatıyla kayıt olmak durumundadır. Kolektif portföy yönetimi yapan portföy yönetim şirketleri ise 1940 tarihli Yatırım Şirketi Kanunu'na tabi olup federal Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission, SEC) tarafından düzenlenmektedir.

1940 tarihli Yatırım Danışmanları Yasası yatırım danışmanlığı faaliyetlerini düzenlemektedir. Bu kanuna göre kolektif portföy yönetimi yapan portföy yönetim şirketleri, serbest fon yöneticileri, yatırım ortaklıkları da dahil olmak üzere tüm yatırım danışmanlığı firmaları SEC tarafından düzenlenmektedir.

Yatırım danışmanlığı firmalarında istihdam edilen yatırım danışmanları yönetilen toplam portföy büyüklüğüne göre SEC ya da mukim oldukları eyalet düzenleyicilerine kayıt olmakla mükelleftir. Yatırım danışmanlığı firması 100 milyon dolardan fazla portföy büyüklüğü yönetiyorsa SEC tarafından tescil edilirken bundan daha düşük portföy yöneten yatırım danışmanları mukim bulundukları eyalet sermaye piyasası otoritesi tarafından tescil edilmektedir.

Yatırım Danışmanları Yasası yatırım danışmanını, profesyonel olarak menkul kıymet yatırımları için yatırım araçlarının değer ve uygunluğunu doğrudan veya yazılı medya

yoluyla yatırımcılara aktaran veya menkul kıymet yatırımlarına ilişkin analiz ve raporlar çıkaran gerçek veya tüzel kişi olarak tanımlamaktadır. Aracı kurum faaliyetleriyle düzenlemelerden kaynaklanan çakışmayı önlemek amacıyla aracı kurumlar yatırımcılara ücret karşılığı bireysel yatırım danışmanlığı vermiyorsa Yatırım Danışmanları Yasası hükümlerinden muaftır. Yatırımcıya ücret karşılığı hususi yatırım danışmanlığı hizmeti verilmesi halinde aracı kurumun bahsi geçen yasa hükümlerine göre hareket etme yükümlülüğü bulunmaktadır.

ABD'de aracı kurum ile yatırım danışmanlığı firması arasındaki en önemli fark gelir elde etme yönteminden kaynaklanmaktadır. Aracı kurumlar işlem başına alınan komisyonlarla kazanç elde ederken yatırım danışmanları çoğunlukla yönetilen toplam varlıklar üzerinden hesaplanan bir oranda kazanç elde etmektedir.

Yatırım danışmanlığı firmalarının aracı kurumların aksine yönetilen toplam portföy büyüklüğü üzerinden bir ücret alması aracı kurumlar ile yatırım danışmanlığı firmaları arasındaki en önemli fark olarak sivrilmiştir. Bununla beraber bu iki fiyat politikası ve hizmet standardı arasındaki keskin ayrım son yıllarda gittikçe azalmaktadır. 2008-2009 finansal krizinden bu yana aracı kurum temsilcisi ile yatırım danışmanı arasındaki ayrım bulanıklaşmıştır.

Aracı kurum ile yatırım danışmanlığı firmasına olan düzenleyici yaklaşımındaki farklılığın temeli kurumlardan beklenen hizmet standardı ile doğrudan ilgilidir. Aracı kurum yatırımcıya sadece "uygun ürün" tavsiyesinde bulunmakla yükümlüdür. Diğer bir deyişle, tavsiyede bulunan bir aracı kurumun bir yatırım aracının yatırımcının finansal durumu, toplam portföyü ve ihtiyaçlarına uygun olduğunu tespit etmesi ürünün uygunluğunu belirleme açısından yeterlidir. Aracı kurumun aksine yatırım danışmanlığı firması 1940 tarihli Yatırım Danışmanları Yasası'nda ele alındığı üzere müşterilerine

karşı bir yeddi emin yükümlülüğü taşımaktadır. İlgili hükümler yatırım danışmanının öncelikle yatırımcının hedef ve menfaatlerini göz önünde bulundurmasını zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle, yatırım danışmanı çıkarına olabilecek tavsiyelerde bulunmasını teşvik edecek doğrudan ve dolaylı mekanizmalardan uzak durulmasını sağlayacak bir sistemin tesis edilmesi olası suistimalleri önlemede etkin rol oynamaktadır.

İşveren destekli emeklilik planları hakkında yatırım danışmanlığı sağlayanlar SEC düzenlemeleri yanında 1974 tarihli Çalışan Emeklilik Geliri Güvence Yasası (Employee Retirement Income Security Act, ERISA) uyarınca Çalışma Bakanlığı tarafından da düzenlenmektedir. ERISA'ya göre ücret karşılığı emeklilik planı varlıklarının yönetimi için yatırım tavsiyesinde bulunan kişiler yeddi emin sayılmaktadır. Bu kişiler yaygın olarak 1940 tarihli Yatırım Danışmanları Yasası'na tabi yatırım danışmanlığı firmaları, eyalet düzenleyicilerine tabi nispeten daha küçük yatırım danışmanlığı firmaları ve banka ile sigorta şirketleridir.

2008-2009 küresel finansal krizinin ardından 2010 yılında yürürlüğe giren Dodd-Frank Wall Street Reform ve Tüketici Koruma Kanunu Amerikan finansal sistemine ilişkin önemli düzenlemeler getirmiştir. Dodd-Frank, SEC'ye aracı kurum ve yatırım danışmanlığı firmaları ile bu kurumlarda istihdam edilen temsilcilerin yatırımcılara sunduğu yatırım danışmanlığı hizmetlerinin etkinliğinin tespit edilmesi ve yatırımcının korunması hedefi doğrultusunda yasal noksan, hata ve çatışmaların tespit edilerek düzeltilmesi yükümlülüğünü getirmiştir.

Buna ek olarak, Dodd-Frank Yasası Komisyon'a aracı kurum ve yatırım danışmanlığı

firmalarına yeddi emin (fiduciary) zorunluluğu yükleme yetkisi vermiş ancak bunu zorunlu tutmamıştır. Buna göre, SEC gerekli gördüğü takdirde hem aracı kurum hem de yatırım danışmanlığı firmalarından yatırımcı menfaatlerini ön plana koyacak şekilde bir hizmet standardını bekleme hakkına sahip olmuşsa da bunu henüz kullanmamıştır. Bununla beraber, Komisyon Dodd-Frank'le getirilen bu yeddi emin yükümlülüklerini uygulamaya koymak istediği takdirde 1940 tarihli Yatırım Danışmanları Yasası uyarınca geçerli olan yükümlülüklerden daha hafif olmayacak düzenlemeleri yürürlüğe koymak zorundadır.

Mesleki Standartlar

Aracı kurum temsilcileri FINRA tarafından düzenlenen sınavlarda başarılı oldukları takdirde sektörde faaliyet gösterebilmektedir. FINRA çeşitli kapsam, uzunluk ve ücrette toplam 32 sınav düzenlemektedir. Bu sınavlar Kuzey Amerika Menkul Kıymetler Yöneticileri Derneği (North American Securities Administrators Association - NASAA) tarafından hazırlanmakta ancak FINRA tarafından gerçekleştirilmektedir. Müşterilere yatırım danışmanlığı hizmeti sunmak isteyen aracı kurum temsilcilerinin ileride üstlenecekleri göreve göre ilgili lisanslama sınavlarını başarıyla tamamlamaları gerekmektedir.

Aracı kurumlarda çalışan yatırım danışmanlarının çoğunlukla Seri 66 ve 7 sınavlarını geçtikleri görülmektedir. Tüm sınav gereksinimleriyle beraber sabıka kaydı, sigorta benzeri çeşitli gereksinimler de farklı eyaletler tarafından istenebilmektedir. Hem aracı kurum hem de yatırım danışmanlığı firmalarındaki temsilciler için asgari eğitim yükümlülükleri bulunmamaktadır.

AVRUPA BİRLİĞİ

Bu bölümde önce genel Avrupa Birliği (AB) düzenlenmeleri ardından da farklı ekolleri temsil eden Almanya ve İngiltere'deki düzenlemeler incelenecektir.

Avrupa Komisyonu tarafından 2011'de gerçekleştirilen hanehalkına yönelik ankete dayanarak 2012 yılında yayımlanan Finansal Hizmetler Raporu AB genelinde finansal hizmetler konusunda ilginç bulgular ortaya koymaktadır.

Ankete katılanların %84'ünün bankacılık ürünlerine erişimi bulunurken katılımcıların diğer finansal araçlara erişimi hayli sınırlı, hatta 10 AB ülkesinde %10 düzeyindedir. Avrupa Birliği'nin 2004 tarihli genişlemesinden önceki üyelerini ifade eden AB15 grubunda yer alan katılımcıların diğer ülkelere oranla daha fazla çeşitte finansal ürüne sahip olduğu görülmektedir.

Aynı araştırma yatırımcıların finansal ürün tercih ederken yeterli bilgiye sahip olmadığını, ürünleri karşılaştırmayı başaramadığını ve satın aldığı ürünleri düzenli olarak değiştirmediklerini ortaya koymaktadır. AB düzeyinde yapılan tüm kolaylaştırıcı düzenlemelere rağmen katılımcıların %94'ü diğer üye ülkelerde hiçbir finansal ürün almadığını, %80'i de gelecek bir yıl içinde herhangi bir finansal ürün almayı düşünmeyeceğini belirtmiştir. Araştırmanın ortaya koyduğu bir diğer bulgu ise finansal ürünlerin geneli için çoğu yatırımcıya kendilerine finansal ürün satan kişiye komisyon ödenip ödenmediği bilgisinin verilmemesi ancak satın aldıkları ürün hakkında genel bilgiler içeren belgeler sağlandığı şeklindedir.

2004'te kabul edilen ve Kasım 2007'de yürürlüğe giren Finansal Araçlar Piyasaları Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) yatırım kuruluşu ve yatırım danışmanlarının yatırımcılara yeterli ve

uygun bilgi vermesini, yatırımcının deneyimi ve finansal durumu dahilinde tavsiyelerde bulunulmasını ve müşteri talimatlarının yatırımcı için en iyi sonucu verecek şekilde yerine getirilmesini zorunlu kılan bir dizi düzenlemeyle yatırımcıların korumasını artırmaya çalışmıştır. MiFID yatırım kuruluşları tanımı aracı kurum ve kolektif portföy yönetimi yapan portföy yönetim şirketlerini içine almaktadır. Ayrıca, bankalar da yatırım danışmanlığı yapabilmekte olup bu faaliyetleri yine MiFID'in yatırım danışmanlığı hükümlerine tabidir.

MiFID Birlik üyesi devletler arasında uyumu sağlamayı hedeflese de üye devletlere yatırımcı menfaatlerini korumak amacıyla düzenleme tarafından karşılanmayan hususlarda daha sıkı düzenlemede bulunma yetkisi vermiştir.

2008-2009 finansal krizi sırasında yaşanan olumsuzluklara cevaben Avrupa Komisyonu 2011 yılında MiFID'in gözden geçirilmesi için harekete geçmiştir. Komisyon tarafından daha güvenli ve şeffaf bir finansal sistem kurma hedefiyle hazırlanan MiFID II Avrupa Parlamentosu ve Konseyi tarafından Nisan/Mayıs 2014'te onaylanmış ve Ocak 2018'de yürürlüğe girmiştir.

MiFID II yatırımcının korunmasını sağlamaya yönelik çok sayıda hüküm içermektedir. Yatırım kuruluşları yatırımcının bilgisi, deneyimi ve finansal durumunu göz önünde bulunduran uygun kişisel tavsiyeler sunarken yatırımcılara uygunluğa ilişkin bir beyanda bulunmakla mükelleftir.

MiFID II ayrıca maliyetlere ilişkin şeffaflığı da arttırmayı hedeflemektedir. Düzenleme yatırım kuruluşlarının yatırımcılara danışmanlık, finansal ürün ve üçüncü taraf masrafları da dahil olmak üzere hem yatırım hem de yan hizmetlerle ilgili tüm masraflar hakkında bilgi sağlamalarını zorunlu

tutmuştur. Yatırım kuruluşları yatırımcılara maliyetleri uygun kırımlarda, kapsayıcı olarak sağlamak zorundadır. Böylelikle yatırımcının toplam maliyeti ve yatırımların performansı üzerindeki kümülatif etkiyi anlaması hedeflenmektedir.

AB'de pek çok yatırımcı için finansal ürünlerin dağıtım kanalı olma özelliğini koruyan bankalar yatırım danışmanlığı için en çok tercih edilen kurumlardır. AB'de yatırımcıların çoğunlukla yatırım danışmanındansa ihraççı yatırım kuruluşundan bilgi aldığı ancak bu durumun Birleşik Krallık'ta geçerli olmadığı görülmektedir. Kıta Avrupası'nın aksine, Birleşik Krallık'ta ABD'ye benzer şekilde yaygın bir yatırım danışmanlığı sistem ve anlayışı bulunduğu görülmektedir.

Avrupa Birliği genelinde bireysel yatırımcılara sunulan tavsiye türlerinde de önemli farklılıklar görülmektedir. Yatırım danışmanı tescil gereksinimleri ile asgari eğitim nitelikleri üye ülkeler tarafından düzenlenmektedir. Bu husus pratikte yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde Birlik genelinde hayli çeşitli uygulamaları beraberinde getirmektedir. Bunların belki de en önemlisi yatırım danışmanlarının gelir elde etme yöntemidir. Örneğin, İngiltere'de faaliyet gösteren yatırım danışmanlarının tavsiye ettikleri ürün için ihraççı yatırım kuruluşlarından komisyon almaları tamamen yasaklanmışken Fransa'da yatırım danışmanlarının komisyon almasının önünde yasal bir engel bulunmamaktadır.

Yatırım Danışmanlığı Türleri

Yatırım danışmanlığı özelinde MiFID II bağımsız ve sınırlı yatırım danışmanlığı arasında bir ayırım yapmaktadır. Yatırım kuruluşları yatırımcılara sunulan tavsiyenin ürünü ihraç eden finansal kuruluştan bağımsız bir şekilde verilip verilmediğini açıklamak zorundadır. Aynı zamanda, verilen tavsiyenin geniş ya da sınırlı bir yatırım evreni değerlendirmesine dayanıp

dayanmadığını bildirmek zorundadır. Yatırım evreni yatırımcı için önerilen ürünlerin çeşit ve sayısını ifade etmede kullanılmakta olup sınırlı sayıda finansal ürün ihraççısının ürünlerini tavsiye etmek dar bir yatırım evrenini kullanma anlamına gelmektedir. Bağımsız yatırım danışmanlığı sunan firmaların ihraççılardan komisyon alması yasaklanmıştır. Bununla beraber, sınırlı yatırım danışmanlığı hizmeti sunan danışmanların ihraççılardan komisyon alması MiFID II ile yasaklanmamakla beraber üye ülkelerin uygun gördükleri takdirde yatırım danışmanlığına ilişkin daha sınırlayıcı düzenlemeler yapmasına izin verilmektedir.

Mesleki Standartlar

MiFID II'ye kadar finansal hizmetlerde çalışan kişilerin bilgi ve yetkinliklerinin değerlendirilmesi ulusal düzenleyicilere bırakılmış, ülkeler üstü AB mevzuatı tarafından zorunlu tutulmamıştır. MiFID II bir yandan yatırım ürünlerini düzenlerken diğer yandan da ürünlerin satış ve pazarlamasıyla yatırım danışmanlarının bilgi ve yetkinliklerini de düzenlemektedir. Yatırım danışmanlarına ilişkin temel gereksinimler MiFID II'nin 24. ve 25. maddeleri ile ESMA tarafından yayımlanan bilgi ve yetkinlik teknik kılavuzunda ele alınmaktadır. Ele alınan gereksinimlerin temel amacı AB genelinde uyumu tesis etmek hedefiyle yatırım kuruluşlarında yatırım danışmanlığı sunan çalışanların gerekli bilgi ve yetkinliği haiz olmasını sağlamak, yatırım araçlarının satışında etik değerlerin dikkate alınmasını gözetmek ile güvenilir bir satış süreciyle yatırımcının korunmasının artırılmasıdır.

İlkeler, yatırım ürün ve hizmetleri hakkında genel malumat verenlere göre yatırım danışmanlığı hizmeti veren personelden daha yüksek düzeyde bilgi ve yetkinlik gerektirmektedir. Yatırım kuruluşu çalışanların bilgi ve yetkinliklerinin ilgili yasal yükümlülükleri karşılığından emin olmakla yükümlüdür.

Almanya

Dünyanın en büyük ekonomilerinden biri olmasına rağmen Almanya, ABD ve Birleşik Krallık'ın aksine, yatırım danışmanlığının daha sınırlı kaldığı bir ülkedir. Avrupa Komisyonu tarafından 2012 yılında finansal hizmetler araştırmasına göre Almanya'da bu ülkeye göre pay senedi ve borçlanma aracı bireysel yatırımcılar arasında daha sınırlı şekilde rağbet görmektedir. Aynı araştırmaya göre, sermaye piyasası yatırımlarında bulunmak isteyen bireysel yatırımcıların önemli bölümü yatırım danışmanlığı hizmeti almayı da tercih etmektedir.

Yatırım Danışmanı Türleri

Almanya'da banka ve aracı kurum, portföy yönetim şirketi gibi diğer yatırım kuruluşlarıyla çalışan bağımlı yatırım danışmanlarıyla beraber bağımsız yatırım danışmanları da bulunmaktadır. Federal Finansal Düzenleyici Kurumu (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) düzenlemeleri uyarınca tüm danışmanlar ve yatırım hizmeti veren kuruluşların yatırımcıların menfaatlerine uygun ve özenli davranmaları gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti sunan finansal kurumlar BaFin tarafından tescil edilmek zorundadır.

Deutsche Bank'ın 2012'de yayımladığı araştırma raporunda ortaya konduğu üzere Avrupa Birliği'nin genelinde olduğu gibi yatırımcıların bağımsız bir yatırım danışman-dansa banka danışmanından tavsiye almasıyla daha sık karşılaşılmaktadır. Yatırımcılar müşterilerden alınan ücret karşılığı yapılan bağımsız yatırım danışmanlığı ile yatırım kuruluşlarından alınan komisyona dayalı bağımlı yatırım danışmanları arasında tercihte bulunabilmektedir. Mevcut durumda bağımlı yatırım danışmanlarının pazardaki ağırlığı bağımsızların önündedir. Bununla beraber, yatırımcıların ödediği ücret ve komisyonların şeffaflığını arttırmak için yapılan düzenlemeler neticesinde

yalnızca müşteriden alınan ücret karşılığı yatırım danışmanlığı sınıfı oluşturulmuştur.

2008-2009 küresel finansal krizinin ardından Alman hükümeti bireysel yatırımcılara sunulan yatırım danışmanlığının kalitesini artırmaya yönelik bir dizi tedbir almıştır. Buna yönelik olarak Nisan 2011'de mecliste onaylanan Yatırımcı Korumasının Güçlendirilmesi ve Sermaye Piyasasının İşlevselliğini İyileştirilmesi Kanunu Kasım 2012'de yürürlüğe girmiştir.

Kanun yatırım danışmanlarının yatırımcılara tavsiye ettiği her yatırım aracı için bir ürün bilgi formu sağlamayı gerektirmektedir. Ürün bilgi formu yatırımcının tavsiye edilen finansal aracın özellikleri, maliyetleri ve riskleri dahil olmak üzere benzer finansal ürünlerle bilinçli bir karşılaştırma yapması için gereken tüm bilgileri içermek zorundadır. Okunabilirliği arttırmak için ürün bilgi formu üç sayfadan uzun olmamalı ve net ifadelerle yer vermelidir. Yatırım danışmanları yatırımcılara ürün bilgi formunu ürün satışı yapılmadan önce vakitlice iletmekle mükelleftir.

Kanun, yatırım danışmanlarının sunduğu hizmetin kalitesini artırmak ve yatırımcıyı korumak için yatırım danışmanı gözetim faaliyetlerinin artırılmasını ve danışman niteliklerinin yükseltilmesini sağlamıştır. Kanun uyarınca kurumlar yatırım danışmanlığı sunan çalışanların bilgileri ile danışmana ilişkin yapılan tüm şikâyetleri BaFin'e bildirmek zorundadır. BaFin kurumlardan edinilen bilgilerle ciddi suistimalleri tanımlamak ve önlemek amacıyla bir veritabanı oluşturmuştur. Yatırım danışmanlarının yeterli uzmanlık ve güvenilirliğe sahip olmalarını sağlamak çalıştıkları kurumun görevi olarak tanımlanmıştır. Tüm yatırım danışmanları sermaye piyasası mevzuatı hakkında bilgi sahibi olmalı ve yatırımcılara tavsiye ettikleri finansal araçların işleyişi, riskleri ve maliyetleri hakkında bilgi sahibi olmak durumundadır. Bu alanlardaki uzmanlık

çoğunlukla ilgili bir alandaki üniversite diploması ile belgelenmektedir. Ayrıca yatırım danışmanının yatırım danışmanlığı hizmeti için BaFin'e kaydolmadan önceki beş yıl içinde dolandırıcılık, vb. gibi mali suçlardan mahkum olmaması gerekmektedir.

Yatırım danışmanlığı ücretlendirmesinde şeffaflığı artırmak ve danışman-yatırımcı çatışmasını önlemek amacıyla Alman Parlamentosu Ağustos 2014 tarihinde yürürlüğe giren Ücret Karşılığı Yatırım Tavsiye Kanunu'nu onaylamıştır. Kanun ücret karşılığı yatırım danışmanlığı ünvanını yasal olarak koruma altında almış ve bu ünvanı kullanmak isteyen yatırım danışmanlarına yönelik düzenlemeler getirmiştir. Buna göre ücret tabanlı yatırım danışmanlarının üçüncü taraflardan komisyon veya ücret alması kesinlikle yasaklanmış, yalnızca hizmet verdikleri yatırımcılardan ödeme almaları zorunluluğu getirilmiştir.

Ayrıca, ücret tabanlı yatırım danışmanları yatırımcılara tavsiyede bulunurken geniş bir yatırım evrenini değerlendirmek mecburiyetindedir. Yani, yatırım danışmanı tek bir finansal kuruluşun ürünlerini münhasıran önerememektedir. Yatırım danışmanlarının çalışanı bulundukları kurumların ürünlerini tavsiye etmeleri engellenmemekle beraber bir yatırım danışmanı çalışanı olduğu bir firmanın ürününü önerdiğinde bunu yatırımcıya izah etmek zorundadır.

Yatırımcı çıkarlarının tamamen korunması ve tarafsızlığın sağlanması için ücret tabanlı yatırım tavsiyesi sunan finansal kuruluşlar, ücret karşılığı yatırım danışmanları ile geleneksel yatırım danışmanlarını birbirlerinden ayırmak zorundadır. Ayrıca, finansal kuruluşların ücret karşılığı yatırım danışmanları için satış hedefi belirlemeleri yasaklanmıştır.

Ücret karşılığı yatırım tavsiyesi sağlayan finansal kuruluşların BaFin'e başvurarak bunun için özel hazırlanmış veritabanına

girme yükümlülüğü bulunmaktadır. Sisteme kaydolmak için kurum yukarıdaki gereklilikleri karşıladığını belirten bir denetim belgesiyle BaFin başvurmak durumundadır. Denetim bağımsız denetim kuruluşları tarafından gerçekleştirilmektedir. Yatırımcıların erişimi için BaFin bu veritabanını kamuya açıklamaktadır. Mevcut durumda sistemde toplam 19 tane kurum bulunmaktadır. Kurumların tüketici bankaları, yatırım bankaları ve aile ofislerine kadar geniş bir yelpazeye dağılmış olduğu görülmektedir.

Mesleki Standartlar

Eylül 2003'te, BaFin Almanya'da bankacılık ve yatırım hizmeti sunan kurumlara yönelik lisans gereksinimleri getirmiştir. Gereksinimler yatırım danışmanlığı hizmetlerini doğrudan ve dolaylı olarak ikiye ayırmış, yalnızca doğrudan yatırım danışmanlığı hizmetlerinin lisanslandırılması zorunluluğunu getirmiştir.

Mevcut durumda Almanya'da yatırım danışmanları için bir lisans zorunluluğu bulunmamaktadır. Almanya'da yatırım danışmanları kamu tarafından lisanslanmadığından danışmanların profesyonel meslek kurumları tarafından verilen unvanlarla ayrışmayı hedeflediği görülmektedir.

Birleşik Krallık

FCA'nın 2006 yılında yatırım danışmanlığı sektörüne yönelik başlattığı düzenleyici tedbirlere ilişkin çalışmalar global finans krizi ertesinde 2008 ile 2011 yılları arasında ivmelenmiş, 2012 sonunda yeni düzenlemeler yürürlüğe girmiştir.

Yatırım danışmanlığı hizmeti ABD'de olduğu gibi Birleşik Krallık'ta da hayli yaygın olarak sunulmaktadır. Yatırımcılar danışmanlar yanında banka temsilcisi ile işveren emeklilik planı danışmanlarından da yatırımlarıyla ilgili tavsiye ve öneriler almaktadır.

Yatırım Danışmanı Türleri

Birleşik Krallık'ta Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası kapsamında bağımlı ve bağımsız olmak üzere iki tür yatırım danışmanı bulunmaktadır. Bağımlı bir danışman yalnızca belirli yatırım araçları veya finansal kuruluşları önerebilirken bağımsız danışmanlar piyasadaki tüm firmaların yatırım araçlarını göz önünde bulundurmak ve yatırımcılara tarafsız ve kişisel tavsiye vermek zorundadır.

Birleşik Krallık finansal piyasalar düzenleyicisi Finansal Yürütme Kurulu (Financial Conduct Authority, FCA) bağımsız yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin iki kriteri karşılamasını zorunlu tutmuştur. Bağımsız tavsiye kuralı gereğince kişisel tavsiye yatırım araçlarının kapsamlı bir analizine dayanmalı ve ürün ile ihraççı çeşitliliği sınırlandırılması bulunmamalıdır. Buna karşın sınırlandırılmış tavsiye bağımsız tavsiye standartlarını karşılamayan tavsiye ve önerileri ifade etmektedir. Düzenlemelere göre sınırlı danışmanlar sınırlamanın niteliğini (yalnızca belirli ürün türlerinde veya sınırlı sayıda finansal kuruluşun ürünleri için önerilerde bulunursa) müşterilere açıklamakla yükümlüdür. FCA düzenlemeleri uyarınca her danışmanın türünden bağımsız olarak yatırımcının menfaatlerine uygun şekilde dürüst, adil ve profesyonel davranması gerekmektedir.

2012 sonunda yürürlüğe giren reformlarla bireysel yatırımcılara verilen yatırım

danışmanlığı hizmetinin kalitesini artırmaya çalışan hükümleri içeren düzenlemelerle yatırımcılara yatırım araçları hakkında tavsiyede bulunan yatırım danışmanlarının yalnızca sağladıkları danışmanlık için doğrudan yatırımcı tarafından ödeme kabul edebileceği ve yatırımcıya aktarma gayesiyle bile olsa başka hiçbir kaynaktan sunulan yatırım danışmanlığı karşılığında komisyon, ücret veya gelir talep edememesi sağlanmıştır. Yatırım danışmanın kendisini bağımsız olarak tanımlaması için gerekli özellikler belirlenmiş ve verilen tavsiye türüne ilişkin zorunlu kamuyu aydınlatma pratikleri ortaya konmuştur. Yatırım danışmanı sunulan tavsiyenin sınırlı olup olmadığını, sınırlıysa nasıl sınırlı olduğunu yatırımcıya açıklamak zorundadır.

Mesleki Standartlar

Hem bağımlı hem bağımsız danışmanların FCA'ya kayıtlı olmaları gerekirken aynı eğitim gereksinimlerini karşılamaları ve mesleki standartlara riayet etmeleri gerekmektedir. Finansal danışman olmak için Birleşik Krallık'ta uygulamada olan mesleki yeterlilik standartlarına göre üniversite 1. sınıfa tekabül eden Seviye 4 asgari yeterlilik olarak belirlenmiştir. Kabul edilen seviye 4 yeterlilikleri finansal planlama, yatırım planlama, bankacılık, yatırım danışmanlığı ve finansal danışmanlık disiplinleri ile ilgili olmalıdır.

AVUSTRALYA

Avustralya'da finansal danışmanlık hizmeti yaklaşık 20.000 yatırım danışmanı tarafından sürdürülmektedir. Yatırım danışmanları aracı kurum, portföy yönetim şirketi, banka, bağımsız yatırım danışmanlığı firması gibi finansal kuruluşlarda görev

almakla beraber hukuk bürolarında çalışan avukatlar da olabilmektedir.

Yatırım Danışmanı Türleri

Avustralyalı yatırımcılar ağırlıklı olarak finansal danışmanlar ile finansal planlamacılar tarafından yatırım tavsiyesi alırken diğer ülke

örneklerinden farklı olarak avukatlardan da yatırım danışmanlığı hususunda tavsiye alabilmektedir. Ancak bu durumda avukatların da finansal danışmanlarla aynı gereksinimleri yerine getirmeleri gerekmektedir. Finansal danışman ile finansal planlamacı arasında fark bulunmamakla beraber bu terimler sıklıkla birbirinin yerine kullanılmaktadır. Buna karşın, dünyanın geri kalanında finansal planlama yatırımcıya sadece ürün satan danışman olmaktan öte yatırımcıların tüm gelir, gider, varlık, yükümlülük, gaye, ihtiyaç ve sınırlamalarını inceleyerek onlara en kapsamlı ve derin finansal danışmanlığı sunan profesyonelleri ifade etmektedir.

Avustralya'da yatırım danışmanları tarafından sunulan bilgilerin niteliği hayli değişkendir. Yatırım danışmanlığı kapsamında sunulan bilgiler tarafsız bilgi, genel tavsiye ve kişisel tavsiyeler olarak sınıflandırılmaktadır.

- Tarafsız bilgi, gerçeği veya doğruluğu sorgulanamayacak nesnel bilgiler olarak tanımlanmaktadır.
- Genel tavsiye, yatırımcının hedeflerini, ihtiyaçlarını ve finansal durumunu dikkate almaksızın yatırım araçları hakkında verilen genel tavsiyeleri ifade etmektedir
- Kişisel tavsiye ise yatırımcıya özgü, kişisel yatırım tavsiyelerinden meydana gelmektedir.

Tarafsız bilgi sağlayan yatırım danışmanlarının finansal hizmetler lisansına sahip olması gerekmemektedir. Bununla birlikte, genel tavsiye veya kişisel tavsiye sağlayan yatırım danışmanlarının lisanslı olmaları veya lisans sahibi bir kurumda tescilli bir temsilci olarak istihdam edilmeleri gerekmektedir. Kişisel tavsiyede bulunan yatırım danışmanlarının yeddi emin olarak sadece yatırımcı menfaatini gözetmesi esastır.

Mesleki Standartlar

Avustralya'da finansal hizmetler lisansına sahip olmak için gerekenler hayli sınırlıdır. Yatırım ürünleri hakkında tavsiyede bulunmak için bir yatırım danışmanının tavsiye ettiği ürünler ile ilgili genel bilgiye sahip olması yeterlidir. Yatırım ürünleri hakkında öneride bulunmak için yatırım danışmanlarının bir üniversite diplomasına sahip olması zorunlu değildir. Bunun yerine yatırım danışmanları Avustralya Menkul Kıymet ve Yatırım Kurumu (Australian Securities and Investments Commission - ASIC) tarafından belirlenmiş eğitim kurslarını tamamlayarak eğitim gereksinimlerini yerine getirebilmektedir.

2008/2009 küresel finansal krizinden sonra pek çok finansal kuruluşun batması ve yatırım danışmanlarının satış hedeflerini tutturmak için yatırımcılara uygun olmayan finansal ürünleri agresif olarak pazarlaması sonucu önemli kayıpların ortaya çıkması neticesinde Avustralya hükümeti öncelikle çıkar çatışmalarının önüne geçmek suretiyle yatırım danışmanlığı sektörünü iyileştirilmesi için tasarlanan Finansal Tavsiyenin Geleceği (Future of Financial Advice - FoFA) reformlarını başlatmıştır. Kanun Haziran 2012 tarihinde Parlamento tarafından kabul edilmiş ve 1 Temmuz 2012'de yürürlüğe girmiştir. Finansal kurumların kanuna uyum sağlayabilmesi için düzenlemeler başlangıçta bağlayıcı kılınmamış ancak Temmuz 2013'ten itibaren zorunlu tutulmuştur.

Kanunun getirdiği en önemli değişiklik yatırım danışmanlarının gelirlerine ilişkin düzenlemedir. Kanun özellikle yatırım araçlarıyla ilgili tavsiyelerden elde edilen komisyonlar da dahil olmak üzere yatırım danışmanlarına üçüncü taraflarca yapılan tüm komisyon ödemelerini yasaklamıştır.

Kanun yatırım danışmanlarının yatırımcıların menfaatlerine uygun şekilde davranma

ve yatırım tavsiyesinde bulunurken yatırımcı çıkarlarını kendi çıkarlarının önüne koymayı zorunlu kılmaktadır. Kanun ücretlendirmeye ilişkin yıllık bildirimleri zorunlu kılarken yatırımcılarla yapılan sözleşmelerde yatırım danışmanlığı ücretine ilişkin hükümlerin en geç iki yılda bir yenilenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu sayede yatırım sürecinde yatırımcıların yaptıkları ödemelerin bilincinde olmaları hedeflenmektedir.

Finansal hizmetler firmaları ile meslek örgütü Finansal Danışmanlar Birliği'nin yatırım danışmanları için gereken eğitim standartlarının düşük olduğuna ilişkin kaygıları nedeniyle Avustralya Parlamentosu Şirket ve Finansal Hizmetler Ortak Komitesi 2014 tarihinde finansal hizmetler sektöründe yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunan kişiler için mesleki standartların belirlenmesi yönünde incelemeler başlatmıştır. Yapılan incelemeler neticesinde Komite tüm yeni yatırım danışmanları için asgari eğitim şartı, ulusal bir sınava katılım ve geçme

mecburiyeti, zorunlu sürekli eğitim yükümlülüğü ve asgari bir yıl staj şartı önermiştir. Buna karşılık, 2017 tarihli Şirketler Kanunu Tadil Kanunu - Yatırım Danışmanları Mesleki Standartları (Corporations Amendment - Professional Standards of Financial Advisers) ile Yatırım Danışmanları Standartları ve Etik Kurumu (Financial Adviser Standards and Ethics Authority - FASEA) kurulmuştur. Kurum tarafından yatırım danışmanlarına yönelik düzenlemeler Ocak 2019 itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Düzenlemeler genel olarak eğitim, lisans, sicil ve sürekli eğitime ilişkin hususları kapsamaktadır. Bu düzenlemeler 2014'te yapılan önerilere paralel olarak sektöre yeni girecek finansal danışmanların asgari lisans diplomasına sahip olmasını, bir yıl zorunlu staj görevini tamamlaması ve ulusal bir sınavda başarılı olmasını gerektirmektedir. Mevcut durumda faaliyet gösteren danışmanlarının ise mesleğe devam edebilmeleri için 2023 yılının sonuna kadar ilgili asgari gereksinimleri yerine getirmeleri gerekmektedir.

SİNGAPUR

Sınırlı nüfusuna rağmen Singapur'un gelişkin bir yatırım danışmanlığı sistemi bulunmaktadır.

Yatırım Danışmanı Türleri

Singapur'da yatırım danışmanları hem doğrudan yatırımcı tarafından ödenen ücretler hem de tavsiye ettikleri finansal ürünler nedeniyle finansal kurumlar tarafından ödenen komisyonlar aracılığıyla gelir elde edebilmektedir. Yatırım danışmanları yatırım danışmanlığı firmaları, servet yönetim şirketleri, aracı kurum, portföy yönetim şirketi, banka gibi finansal kuruluşlarda görev almaktadır. Finansal ürünü ihraç eden finansal kuruluştan tarafsızlık ilkesini ihlal edecek herhangi bir komisyon almayan, önerilen herhangi bir yatırım ürünüyle ilgili

doğrudan veya dolaylı herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmayan ve herhangi bir finansal kuruluşun çalışanı olmayan yatırım danışmanları "bağımsız" unvanı taşımaktadır.

2008-2009 küresel finansal krizinin ardından Nisan 2012'de Singapur Para Otoritesi Yatırım Danışmanlığı Sektörü İnceleme Kurulunu (Financial Advisory Industry Review Panel, FAIR) oluşturmuştur. FAIR'ın temel amacı, yatırım danışmanlığı sektöründeki uygulama standartlarını yükseltmek ve Singapur'daki yatırım ürünlerinin kalite ve pazarlanmasındaki verimliliği artırmaktır. Başkanlığını Otorite'nin yaptığı Panel, yatırım sektörü, çeşitli STK'lar, akademi, medya ve diğer paydaşlardan seçilen üyelerden oluşmaktadır. Panelin tavsiyeleri

üzerine Otorite yatırım danışmanlığının kalitesinin iyileştirilmesine yönelik birtakım düzenlemelerde bulunmuştur. Uygunsuz ürünlerin pazarlanarak finansal sisteme güveni sarsacak ve sektör algısının bozulmasına neden olacak belirli yatırım ürünlerini kısa vadeli ve agresif olarak yatırımcılara pazarlanmasını özendirecek teşvikler yasaklanmıştır.

Otorite yatırım danışmanlığı faaliyetlerine hayli sınırlayıcı düzenlemeler getirmişse de komisyon usulü danışmanlığın devamına izin vermiştir. Bunun nedeni Singapurlu yatırımcıların önemli bölümünün yatırım danışmanlığı için ek ücret ödemek istememesidir.

Singapur Para Otoritesi (Monetary Authority of Singapore, MAS) finansal danışmanlık sunmak isteyen şirketleri lisanslamaktan sorumludur. Banka, sigorta şirketi, finansman şirketi gibi kuruluşlar diğer kanunlar altında benzer hususlarda düzenlendiğinden Otorite tarafından lisans şartından muaf tutulmaktadır. Ayrıca, sadece kurumsal yatırımcılara danışmanlık hizmeti veren yatırım danışmanları ile 30'dan az nitelikli yatırımcıya (toplam varlıkları 2 milyon Singapur dolarından fazla yatırımcı) danışmanlık hizmeti sunan yatırım danışmanları lisanslama gereksinimlerinden muaf tutulmaktadır.

Mesleki Standartlar

Lisanslı yatırım danışmanları Otorite tarafından 2001 yılında hayata geçirilen Yatırım Danışmanları Kanunu (Financial Advisers Act, FAA) kapsamında düzenlenmektedir. Bu kanun çerçevesinde yatırım danışmanı türleri ve faaliyetleriyle eğitim ve lisanslama gereksinimleri ile yatırım danışmanlarının ücretlendirmesine ilişkin hükümler

düzenlenmektedir. Muaf yatırım danışmanları bankacılık gibi farklı bir mevzuat altında düzenlenmiş olsalar da lisanslı yatırım danışmanlarıyla aynı standartlara tabi tutulmaktadır. Bu doğrultuda tüm lisanslı ve muaf yatırım danışmanları eğitim ve sınav şartlarını yerine getirmekle mükelleftir.

Yatırım Danışmanları Kanunu uyarınca yatırım danışmanlarının işlerini doğruluk, tarafsızlık, gizlilik ve yetkinlikle yürütmeleri gerekmektedir. Yatırımcı işlemlerinin zamanında ve ideal neticeyi sağlayacak şekilde gerçekleştirmesini sağlayacak özen ve titizlik yatırım danışmanlarının yükümlülüğüdür. İlgili mevzuat kapsamında yatırım danışmanlarından beklenen açıklamalar yatırımcıya sunulan yatırım araçlarının temel özellikleri ve danışmanın nasıl kazanç elde ettiğine dair bilgileri içermektedir. Yatırım danışmanlarının, müşterinin hedeflerini, risk toleransını, mali durumunu, yatırım deneyimini ve özel ihtiyaçlarını tahlil etmesi ve bu ihtiyaçlara uygun önerilerde bulunmaya yönelik çalışması gerekmektedir.

FAIR'le beraber yatırım danışmanlarına yönelik birtakım düzenlemelerde de bulunulmuştur. Asgari eğitim seviyesinin lise seviyesinden bir yıllık yüksek öğrenim seviyesine yükseltmesi ile yatırım danışmanı temsilcileri için daha istikrarlı ve planlı bir mesleki gelişim çerçevesine geçiş yapılmıştır. Düzenlemelerle lisanslı yatırım danışmanlarının danışmanlık dışı hizmetleri gerçekleştirilmesi zorlaştırılmıştır. Bu kapsamda, lisanslı yatırım danışmanları için onaylanmış faaliyetler yatırım danışmanlığı yanında yatırımcılara finansal okuryazarlık eğitimleri verilmesi, vergi ve miras danışmanlığında bulunulması gibi faaliyetler olarak belirlenmiştir.

Tablo 3: Ülke Karşılaştırmaları

	Düzenleme	Kurumlar	Şahıslar	Gereksinimler	Öne Çıkanlar
ABD	Aracı Kurum: 1934 tarihli Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu (Securities Exchange Act) Yatırım Danışmanlığı Firması: 1940 tarihli Yatırım Danışmanları Yasası (Investment Advisers Act) FINRA, SEC, Eyalet Otoriteleri	Banka Aracı Kurum Portföy Yönetim Şirketi Finansal Planlama Şirketi Yatırım Danışmanlığı Firması vb. finansal kurumlar	Aracı kurum temsilcisi Yatırım danışmanı	Seri 7, 63, 65 ve 66 sınavları (Yatırım danışmanlığı, vb.) FINRA ve/veya SEC ile eyalet otoritelerine kayıt	Aracı kurum çoğunlukla komisyon üzerinden gelir elde ediyor Yatırım danışmanlığı firması yönetilen portföy büyüklüğü üzerinden gelir elde ediyor
Avrupa Birliği	MiFID ESMA	Banka Aracı Kurum Portföy Yönetim Şirketi vb. finansal kurumlar	Bağımsız danışman Sınırlı danışman	Düzenlemeler ağırlıklı olarak AB üyesi ülkeler tarafından yapılıyor	Düzenlemeler temel olarak AB genelinde uyumu sağlamayı hedefliyor
Almanya	Yatırımcı Korumasının Güçlendirilmesi ve Sermaye Piyasasının İşlevselliğini iyileştirilmesi Kanunu (2012) Ücret Karşılığı Yatırım Tavsiyesi Kanunu (2014) BAFIN	Banka Aracı Kurum Portföy Yönetim Şirketi Bağımsız Yatırım Danışmanlığı Firması	Bağımsız danışman Bağımlı danışman	Bağımsız danışmanlar için BaFin'in özel siciline kayıt	Bağımsız yatırım danışmanlığı terimi yasal olarak koruma altına alınmış Bağımsız danışmanlar için satış hedefi belirlenmesi yasak
Birleşik Krallık	Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası (2000) FCA	Banka Aracı Kurum Portföy Yönetim Şirketi Yatırım Danışmanlığı Firması	Bağımsız danışman Bağımlı danışman	FCA'ya kayıt Üniversite 1. sınıf/Seviye 4 Yeterlilik Şartı (Ulusal Sınıflama)	Bağımsız danışmanlar yalnızca sağladıkları tavsiye karşılığında müşteriden ödeme kabul edebilir
Avustralya*	Finansal Tavsiyenin Geleceği Kanunu (2012) ASIC	Banka Aracı Kurum Portföy Yönetim Şirketi Yatırım Danışmanlığı Firması Hukuk Bürosu	Finansal danışman (Tarafsız bilgi, GenelTavsiye ve Kişisel Tavsiye)	Lisans diploması Lisanslama sınavında başarı göstermek Staj	Danışmanlara üçüncü taraflarca yapılan tüm komisyon ödemeleri yasak
Singapur	Finansal Danışmanlar Kanunu (2001) MAS	Banka Aracı Kurum Yatırım Danışmanlığı Firması	Lisanslı yatırım danışmanı [Lisanstan] muaf yatırım danışmanı	En az 21 yaş Lisanslama sınavında başarı göstermek Lisans diploması	Üçüncü taraflardan danışman tarafından alınan komisyonlar serbest

GENEL DEĞERLENDİRME

2008–2009 küresel finansal krizinin ardından dünya genelinde yatırımcı menfaatlerini koruma ve finansal sistemin işleyişini iyileştirmeye yönelik kapsayıcı düzenlemeler yapılmıştır. Birçok ülke bu noktada bireysel yatırımcılara çoğunlukla aracı kurum, portföy yönetim şirketi ve bankalar aracılığıyla sunulan yatırım danışmanlığı hizmetinin kalitesini ve uygunluğunu arttırmak için çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik olarak yatırım danışmanlarının gelir elde etme yöntemini düzenleme yoluna gitmiştir. Başta Birleşik Krallık ve Avustralya olmak üzere birçok ülke yatırım danışmanı ile yatırımcı menfaatlerinin uyumlaştırılmasına yardımcı olmak için finansal kuruluşlardan temin edilen komisyonlara açıkça yasaklama getirerek yatırım danışmanı ücretlendirmesinde ABD’den daha katı bir yaklaşım benimsemiştir. Bununla birlikte Birleşik Devletler yatırım danışmanlarının finansal kuruluşlardan komisyon almasını yasaklamamış, bunun yerine danışman ücretlerinin şeffaflığını arttırmaya yönelik düzenlemelerde bulunmuştur. Avrupa Birliği ve özellikle Almanya’daki düzenleyici yaklaşım danışman-yatırımcı çıkar çatışmasının azaltılmasını sağlamak için yalnızca yatırımcıları tarafından ödenen ücretlerle kazanç sağlayan yatırım danışmanı çeşidinin oluşturulmasıdır. Bu sayede, bu ülkelerdeki yatırımcılar bağımsız ve sınırlı yatırım danışmanları arasında tercihte bulunabilmektedir.

ABD’li otoriteler yatırım danışmanları için asgari kalite standartları oluşturmada pek çok ülke bireysel yatırımcılara hizmet veren sunan yatırım danışmanlarının karşılaması gereken mesleki eğitim ve uzmanlık standartlar düzenlemektedir. Küresel finansal krizin ardından ülkelerin yatırım danışmanlığına ilişkin yaptığı düzenlemelerin etkilerini etraflıca değerlendirmek henüz mümkün değildir. Ancak yatırım danışmanlığının kalitesinin artmasıyla yüksek fon toplam gider oranına sahip, aktif yönetilen

yatırım fonlarındansa düşük maliyetli endeks fonlarına önemli girişlerin olması bu politikaların sonuçlarından biri olarak yorumlanabilir. Ancak yatırım danışmanlarının eğitim ve nitelik gereksinimlerinin artmasıyla yatırım danışmanlığının daha pahalı hale gelme ihtimali finansal hizmetlere erişimin sınırlanması olasılığını beraberinde getirmektedir.

Bununla beraber son yıllarda dünyada git-tikçe yaygınlaşmaya başlayan robo-danışmanlık hizmetleri bu eksikliği giderme fırsatı sunmaktadır. Robo-danışmanlar bireysel yatırımcıları sıklıkla karşılaşılan davranışsal finans kökenli hatalardan koruyarak nispeten düşük maliyetle özelleştirilmiş yatırım portföyleri sunmaktadır. Düzenleyicilerin hem köklü finansal kuruluşların faaliyetlerini denetlerken hem de fintek alanında yenilikçi iş modelleri deneyen firmalara yönelik düzenlemelerde bulunması ince bir ayar gerektirmektedir. Yatırımcılar arasında görülen yüksek çeşitlilik farklı finansal çözümler gerektirirken düzenleyici yaklaşım faaliyetlerin kapsam ve karmaşıklığını da büyük ölçüde belirlemektedir. Düzenleyicilerin yatırım danışmanlığı sunan robo-danışmanların kamuyu aydınlatma pratikleri ile maliyet şeffaflığını sağlama, müşteri uygunluk ve yerindelik gereksinimlerini belirleme, algoritma tasarım ve gözetimini yapma ve siber güvenlik hususunda düzenlemeleri gerekmektedir.

Temmuz 2019’da Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından yayımlanan 11. Kalkınma Planı’nda “Finansal tüketicilerin ihtiyaçlarının doğru tespit edildiği, finansal kurumlar karşısında haklarının korunduğu ve her iki taraf arasında aracılık hizmetlerinin verildiği Finansal Danışmanlık Sistemi geliştirileceği” belirtilmiştir. Buradan hareketle önümüzdeki yıllarda bağımsız yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin ülkemizdeki giderek artacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

The History of Financial Planning: The Transformation of Financial Services, Brandon ve Welch, Wiley (2009)

2018 FINRA Industry Snapshot, FINRA (2018)

The Retail Market for Investment Advice, Scholl ve Hung, Office of the Investor Advocate, SEC ve RAND (Ekim 2018)

Baseline Report, Financial Advice Market Review, FCA (Haziran 2017)

Retail Financial Services, Avrupa Komisyonu (Nisan 2012)

FECIF White Book, European Federation of Financial Advisers and Financial Intermediaries (2017)

Impacts of Conflicts of Interest in the Financial Services Industry, Burke, Hung, Clift, Garber ve Yoong, RAND (Şubat 2015)

Financial Advice Markets: A Cross-Country Comparison, Burke ve Hung, RAND (2015)

Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age, BlackRock (2016)

Investors in the United States 2016, FINRA (Aralık 2016)

Regulation of Investment Advisors, SEC (Mart 2013)

Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, SEC (Ocak 2011)

Securities and Exchange Commission, ABD: www.sec.org

Financial Industry Regulatory Authority, ABD: www.finra.org

Securities and Investments Commission, Avustralya: www.asic.gov.au

Financial Conduct Authority, Birleşik Krallık: www.fca.org.uk

Monetary Authority of Singapore: www.mas.gov.sg

European Securities and Markets Authority, Avrupa Birliği: www.esma.europa.eu

Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin: www.bafin.de

KALDIRAÇLI İŞLEMLERDE ULUSLARARASI DÜZENLEMELER

Deniz Kahraman

Düzenli bir piyasa ve takas mekanizması olmaksızın bir teminat yatırılarak bu miktarın çok üzerinde tutarda dövize, mala ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen tezgahüstü alım satım işlemleri kaldıraçlı işlemler veya daha yaygın kullanımda foreks işlemleri olarak adlandırılmaktadır.

Küresel piyasalarda getirilerin düşmesiyle bireysel müşteriler arasında kaldıraçlı işlemlerdeki büyüme hızlanmıştır. Kaldıraçlı ürünler, genellikle kısa vadeli spekülasyon amacıyla tercih edilmektedir. Bu ürünler, kaldıraç içerdiği ve organize piyasada işlem görmediği için genellikle fiyatlama ve takas şartları açısından standarda sahip değildir.

Bu işlemlerin yüksek risk taşıması, çok sayıda düzenleyici kuruluşun yatırımcının korunması alanında önemler almasına neden olmuştur.

Bu çalışmamızda kaldıraçlı işlemlere yönelik küresel girişimleri inceledikten sonra, likiditenin en yüksek olduğu spot döviz işlemlerinde merkez olan iki global finans merkezi İngiltere ve Singapur ile yerel müşterilerin ağırlıkta olduğu Japonya'daki kaldıraçlı işlem düzenlemelerini inceleyeceğiz. Çalışmamızın son bölümünde ise Türkiye'deki mevcut düzenleme incelenip, çeşitli önerilerde bulunulacaktır.

KALDIRAÇLI İŞLEMLERE YÖNELİK KÜRESEL GİRİŞİMLER

Kaldıraçlı işlemlere ilişkin düzenlemelerde yatırımcının ve yatırım kuruluşlarının korunması hususu, özellikle İsviçre Merkez Bankası'nın Ocak 2015'te ani bir şekilde sabit kur uygulamasını kaldırmasından sonra önem kazanmıştır. Beklenmedik gelişmeyle döviz piyasasında likidite kaybolmuş, yüksek kaldıraçla birlikte müşteri ve kurumlar yüksek zarara uğramıştır. Bu ortamda küresel düzeyde, düzenleyici kuruluşlar kaldıraçlı ürünlerin pazarlanması ve satışına ilişkin konulara eğilmeye başlamıştır.

Tezgahüstü kaldıraçlı ürünlerin genel müşterilere pazarlanması ve satışı ile ilgili çeşitli riskleri tanımlamak üzere, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO) tarafından Perakende Tezgahüstü Kaldıraçlı Ürünler Raporu ilk olarak Aralık

2016'da yayınlanmış, Eylül 2018'de güncellenmiştir.

IOSCO'nun raporunda üç farklı tezgahüstü kaldıraçlı ürün tanımlanmıştır.

- **Spot döviz kontratlarında** (rolling spot forex contracts) nakit uzlaşma, döviz kurlarına dayalıdır. Bu ürünlerin vadesi ilk işlem tarihinden iki gün sonra pozisyonun açık olması durumunda, sürekli olarak yenilenmektedir. Bu işlemler pek çok ülke düzenlemesinde kaldıraçlı işlem olarak adlandırılmaktadır.
- **Fark kontratlarında** (contract for differences/CFDs) nakit uzlaşma, herhangi bir dayanak varlığın fiyatına bağlıdır.
- **İkili opsiyonlar** (binary options), herhangi bir dayanak varlık için belirli

bir zamanda belirli bir seviyeden alma veya satma hakkı doğuran sözleşmelerdir. Türkiye’de dahil olmak üzere, bazı ülkelerde bu opsiyonlar yasaklanmıştır.

IOSCO’nun 9 düzenleyici kuruluş ve yatırım kuruluşunun katkısıyla hazırlanan Eylül 2018 raporunda kaldıraçlı işlemlere ilişkin genel düzenleme çerçevesi hakkında bilgi verilmektedir.

Eylül 2018’de yayınlanan IOSCO’nun raporunda kaldıraçlı işlemlere ilişkin çeşitli riskler aşağıda sınıflandırılarak değerlendirilmiştir.

Dağıtım Riskleri

IOSCO’nun raporunda, iş modelini müşteri riskini üstlenmek üzere kuran bazı yatırım kuruluşlarının, tecrübeli olmayan ve düşük tasarrufa sahip müşterilerin işlem yapmasını tercih ettiği vurgulanmaktadır. Bu iş modelinde, çoğu zaman müşterinin kaybı kurumun kazancı olmakta, müşteri ile kurum arasında çıkar çatışması doğmaktadır.

Dağıtımla ilgili riskler arasında, bazı şirketlerin pazarlama faaliyeti yürütülürken yanıltıcı ve risklere yeterince dikkat çekmeyen bir yaklaşımı benimsenmesi, müşterinin yüksek riskli işlem yapmasına neden olacak şekilde, bonus, hediye para gibi çeşitli isimler altında müşteri hesabına para yatırılması da sayılmaktadır. Ayrıca, yeni müşterilerin tecrübe kazanması için yürütülmesi gereken sürecin, bazı şirketler tarafından yeterince titizlikle yürütülmediği de tespitler arasındadır.

Ürün Riskleri

Kaldıraçlı ürünler doğası gereği yüksek risk taşımaktadır. Bazı yatırım kuruluşlarının 2000:1 gibi çok yüksek kaldıraç oranlarına izin vermesi, müşterilerin hem daha fazla kayıp yaşamasına hem de sonraki günlere taşıdığı pozisyonlarının maliyetini artırma-

sına ve müşteri ile kurum arasında çıkar çatışmasına neden olmaktadır.

Yanı sıra, kaldıraçlı ürünler arasında sayılan ikili opsiyonlar, genellikle daha kısa vadeli olarak kurgulandığı için daha yüksek düzeyde risk taşımaktadır. Basit kurgulandığı düşünülen ürünlerin müşterilerin öngörebileceğinin ötesinde karmaşık hesaplamalar barındırması, müşterinin adil değeri algılamasını zorlaştırmakta ve kazanan tarafın genellikle yatırım kuruluşu olması sonucunu doğurmaktadır. Dayanak varlığın fiyatında şeffaflık eksikliği olduğu durumlar, fiyatın adil olduğunu değerlendirmenin daha da zor olması mümkündür.

Aracılık Riskleri

Kaldıraçlı işlemlerde yatırım kuruluşları iki farklı şekilde iş modelini kullanabilir. Risk iştahına ve piyasa koşullarına bağlı olarak kurumlar, müşteri pozisyonlarını doğrudan piyasaya iletmekte veya emri iletmeyerek müşteri riskini kendileri üstlenmektedir.

Müşteri riskini üstlenen, dolayısıyla da müşterinin kaybindan fayda sağlayan yatırım kuruluşlarında müşteri ile kurum arasında çıkar çatışmalarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Uyuşmazlık konuları arasında, ürün fiyatının piyasa koşullarını yansıtmaması, fiyat kaymaları, iletilen emrin reddedilmesi gibi durumlar sayılabilmektedir.

Yetkili kuruluşlarda dahi risk düzeyi yüksekken, yetkisiz kuruluşlarda bu tip risklerin çok daha yüksek olduğu değerlendirilmektedir. Genellikle internet üzerinden yasadışı olarak faaliyet gösteren yetkisiz kuruluşların müşterilerini istismar ettiği bilinmektedir.

IOSCO tarafından dolandırıcılık olarak görülen faaliyetler arasında, müşteri varlıklarının offshore hesaplara aktarılması, müşteri işlemlerinin aslında gerçekleştirilmiyor olması, platform fiyatı ile piyasa fiyatı ara-

sında farklılıklar olması ifade edilebilir. Ayrıca, işlem platformunun başlangıçta müşteriyi daha fazla teminat yatırmaya teşvik edecek şekilde kurgulamak, daha sonrasında ise müşterinin kaybı için işlem platformunu manipüle etmek gibi eylemler de gözlenmektedir. IOSCO üyelerinden bazıları, yurtiçi yerleşiklerin sadece yetkili olan yerli kuruluşlardan hizmet alabilmesine izin vermiş, yetkisiz kuruluşlardan hizmet almayı Türkiye’de olduğu gibi mevzuat ile yasaklamıştır.

Düzenleyici otoriteler, yetkisiz kuruluşların yasadışı faaliyetlerine karşı yaptırımlarda bulunmaktadır. Ancak, düzenleyici kuruluşların yaptırımda bulunurken çeşitli zorluklarla karşılaştığı görülmektedir. Yetkisiz kuruluşun farklı isimler adı altında faaliyet göstermesi, çağrı merkezlerinin ülke dışında kurulması, iş süreçlerinin farklı kuruluşlara devredilmesi izlemeyi zorlaştırmaktadır.

Düzenleme

Kaldıraçlı işlem yapan kuruluşların operasyonel süreçlerinin tamamı düzenleyici kuruluşlar tarafından denetlemekte ve izlenmektedir. Kaldıraçlı işlemlerin taşıdığı riskler karşısında düzenleyici kuruluşlar çok sayıda tedbir almaktadır. Düzenleyici kuruluşlar, müşterilerle ilgili olarak, kamuoyuna sunulan bilgilerin açık, doğru ve yanıltıcı olup olmadığı konusunda gözetim faaliyeti yürütmektedir. Ürünlerin müşterinin risk profiline uygun olması, kurumların sunduğu yatırım tavsiyelerinin mevzuata uygun olması yakından izlenmektedir. Müşteri ile kurumlar arasında çıkar çatışmalarını azaltan yapıların denetlenmesi ve müşteri varlıklarının saklanmasıyla ilişkin hususlar da düzenleyici kuruluşların yetki alanındadır.

IOSCO’nun raporunda düzenleyiciler kaldıraçlı ürünlerin bireysel müşterilere sunumuyla ilgili olarak tavsiye niteliğinde çeşitli ilkeler belirlemiştir.

IOSCO tarafından belirlenen temel ilkeler;

Düzenleme ilkeleri;

- Yatırım kuruluşlarının lisanslı olması gerekliliği,
- Bireysel müşteriler için minimum teminat koşulu belirlenmesi,
- Müşterinin yatırmış olduğu varlıktan fazlasını kaybetmesinin önlenmesi,
- Kaldıraçlı işlemlerin aracılık maliyetlerinin kamuoyu ile paylaşılması,
- Zararda olan müşterilerin oransal dağılımının kamuoyu ile paylaşılması,
- Adil fiyatlamanın sağlanması,
- Emirlerin gerçekleşme durumunun kamuoyu ile paylaşılması,
- Müşteriye kaldıraçlı işlem aracılığı sunulurken bazı satış yöntemlerinin yasaklanması,

Yatırımcı eğitimiyle ilgili ilkeler;

- Kaldıraçlı işlemlerle ilgili olarak eğitim dokümanlarının hazırlanması,
- Yetkisiz ve yasadışı kuruluşlar hakkında müşterilerin uyarılması,
- Müşterileri bilgilendirmek amacıyla çeşitli iletişim kanallarının kullanılması,
- Düzenleyici kuruluşlar arasında eğitim dokümanlarının paylaşılması,

Yatırım teknikleriyle ilgili ilkeler;

- Düzenleyici kuruluşların yasadan aldığı yetkiye dayalı yaptırımlarını belirlemesi,
- IOSCO üyeleri arasında iş birliğinin geliştirilmesi,
- Yaptırım gücünü artırmak üzere sermaye piyasası mevzuatının geliştirilmesi,
- IOSCO üyeleri arasında istihbarat paylaşımının geliştirilmesi,
- Aracı kurumlarının iş ortaklarının yasadışı faaliyet gösteren kuruluşlar hakkında bilgilendirilmesi,

BİRLEŞİK KRALLIK'TA KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements-BIS) verilerine göre, 2016 yılı itibarıyla küresel spot döviz işlemlerinin %39'u Birleşik Krallık'ta gerçekleştirilmektedir. Dünyanın en büyük döviz piyasalarından biri olan Birleşik Krallık kaldıraçlı işlemlerde de öne çıkmaktadır. Düzenleyici kuruluş tarafından 100.000 civarı yurtiçi yerleşik, 400.000 civarı yurtdışı yerleşik olmak üzere toplam 500.000'den fazla yatırımcının ülkede kaldıraçlı işlem yaptığı tahmin edilmektedir.

Birleşik Krallık'ta kaldıraçlı işlemler Finansal Yürütme Otoritesi'nin (FCA-Financial Conduct Authority) yetki alanındadır. Diğer Avrupa Birliği üyesi ülkelerde olduğu gibi kaldıraçlı işlemler Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi'nin (ESMA) de yetki alanına girmektedir.

ESMA tarafından 1 Ağustos 2018'de yürürlüğe giren düzenlemeyle kaldıraçlı işlemlerin genel müşterilere sunulmasıyla ilgili önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu düzenleme ile getirilen bir diğer kısıtlama ise, ikili opsiyonların genel müşterilere pazarlanması ve satışının yasaklanmasıdır.

Yeni düzenleme ile genel müşterilere sunulacak olan fark kontratlarında;

- Kaldıraç oranı 30:1 ile 2:1 arasında sınırlandırılmakta, (teminat oranı %3,33 ile %50 arasında)
- Başlangıç teminatının yarıya inmesi durumunda pozisyonun otomatik olarak kapatılması öngörülmekte,
- Müşterinin yatırmış olduğu varlıktan fazlasını kaybetmesi engellenmekte,
- Mevcut ve potansiyel müşterileri işlem yapmaya teşvik edecek promosyonlar yasaklanmakta,
- Tüm kurumların uygulayacağı standart bir risk bildirim forumu formatı belirlenmekte,

- Zararda olan müşterilerin oransal dağılımının açıklanması zorunlu kılınmaktadır.

Ürün	Kaldıraç Oranı
Önemli döviz kurlarına dayalı kontratlar (foreks)	30:1
Diğer döviz kurları (foreks), altın ve önemli borsa endekslerine dayalı kontratlar	20:1
Altın dışı emtia ve diğer borsa endekslerine dayalı kontratlar	10:1
Tek bir pay senedine veya diğer referans değere dayalı kontratlar	5:1
Kripto para birimlerine dayalı kontratlar	2:1

Kaynak: ESMA

Ayrıca, yeni düzenlemeyle kamuyu aydınlatma ile ilgili kurallar da getirilmiştir. Yatırım kuruluşları, 3 aylık dönemlerde bireysel müşteri hesabı bazında son 12 aylık kayıp oranlarını internet sitesinde ESMA tarafından belirlenen formatta yayınlamak zorundadır.

İngiltere'de düzenleyici kuruluş FCA tarafından, kaldıraçlı ürünlerin genel müşterilere sunulmasıyla ilgili düzenleme ESMA direktifi ile uyumlu olarak Ağustos 2019'da yürürlüğe girmek üzere Temmuz 2019'da yayınlanmıştır.

FCA, ileride detayları açıklanacak olan bireysel müşterilere ilişkin uygulamaya alacağı kısıtlamaların müşterilerin yılda 267 ila 351 milyon sterlin tutarında kaybını engelleyeceğini tahmin etmektedir.

Yatırım Kuruluşu

Birleşik Krallık'ta sermaye piyasası ürünlerinde işlem yapabilmek için FCA tarafından yetkilendirilmek gerekmektedir. Kaldıraçlı işlemler de bu yetki kapsamındadır.

Avrupa Birliği genelinde uygulanan asgari sermaye kuralına göre, asgari sermaye yükümlülüğü müşteri varlığı tutamayan yatırım kuruluşları için 50.000 avro, işlem aracılığı faaliyeti yürüten (emri doğrudan likidite sağlayıcıya ileten) kuruluşlar için 125.000 avro, kendi portföyüne de işlem yapabilen geniş yetkili kuruluşlar için 730.000 avro olmak üzeredir. Müşterileri ile kaldıraçlı işlem yapan yatırım kuruluşunun 125.000 avro, hem müşterileri hem kendi portföyüne işlem yapan yatırım kuruluşlarının 730 bin avro sermayeye sahip olması gerekmektedir.

Asgari sermaye tutarları;

Tablo 2: Asgari Sermaye Tutarları	
Yatırım Kuruluşu Tipi	Asgari Sermaye
Saklama hizmeti veremeyen, halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapamayan, portföy işlemi yapamayan aracı kurumlar	50.000 avro (44.000 \$)
Müşterilerin nakdi ve/veya menkul kıymetlerini saklayabilen, müşterilerin emirlerini ileten ve/veya gerçekleştiren ve/veya müşteri portföylerini yöneten aracı kurumlar	125.000 avro (110.000 \$)
Halka arz edilen menkul kıymetler için tümüne yüklenim yapabilen, kendi portföyünden müşterilere alım-satım yapabilen ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan aracı kurumlar	730.000 avro (640.000 \$)

Kaynak: FCA

Yatırım kuruluşları Client Asset Sourcebook (CASS) isimli düzenleme uyarınca, müşteri varlıkları ile şirket varlıklarını ayrı olarak hesap bazında izlemek zorundadır.

Teminat Kuralları

FCA düzenlemelerinde teminat oranları, borçlanma araçlarına dayalı kontrat oranları dışında ESMA düzenlemeleri ile aynı olarak belirlenmiştir. ESMA düzenlemelerinde borçlanma araçlarına dayalı kontratlar için kaldıraç oranı 5:1 iken, FCA düzenlemesinde bu oranın 30:1 olarak belirlenmiştir.

Yasak ve Kısıtlamalar

Yürürlükteki mevzuat, yatırım kuruluşlarının müşterilerin daha fazla kaldıraçlı işlem yapmasını cesaretlendirecek promosyonlar sunmasını yasaklamıştır.

Mesleki Yeterlilik

Birleşik Krallık'ta müşteri temsilcilerinin yatırım ürünlerinin satışına aracılık etmek için FCA tarafından belirlenen çeşitli yeterliliklere sahip olması gerekmektedir. Bu yeterlilikler arasında FCA tarafından yetkilendirilmiş çeşitli kuruluşlar tarafından düzenlenen sınavların başarıyla tamamlanması bulunmaktadır. FCA tarafından yetkilendirilen kuruluşlardan bazıları Chartered Institute for Securities and Investment (CISI), CFA Society of the UK, The Chartered Institute of Bankers in Scotland (CBI), The London Institute of Banking & Finance (LIBF) olmak üzeredir.

Ayrıca, bazı üniversitelerin ilgili programlarından lisans düzeyinde mezun olmak da mesleki açıdan yeterli kabul edilebilmektedir.

Risk Bildirimi ve Kamuyu Aydınlatma

FCA düzenlemesi uyarınca, yatırım kuruluşları kaldıraçlı işlem yapmak isteyen müşterilere ürünün yüksek risk taşıdığı konusunda bilgilendirmede bulunmaktadır.

Yatırım kuruluşları, internet adreslerinde zararda olan müşterilerinin oransal dağılımını periyodik olarak açıklamak zorundadır.

SİNGAPUR'DA KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Singapur, tezgahüstü döviz işlemleri üzerinden büyüyen bir uluslararası finans merkezidir. Ülkede sermaye piyasası faaliyetleri merkez bankası rolü de olan finansal düzenleyici kuruluş MAS (Monetary Authority of Singapore) tarafından düzenlenmektedir. Menkul kıymetler ve türev işlemler kanunu uyarınca, kaldıraçlı döviz işlemleri sermaye piyasası işlemi olarak tanımlanmaktadır.

Yatırım Kuruluşu

Yatırım kuruluşları, sermaye piyasası faaliyeti yürütebilmek için sermaye piyasası hizmetleri lisansına sahip olmalıdır.

Sermaye piyasası mevzuatında, kaldıraçlı işleme aracılık eden kuruluşlar için asgari sermaye koşulları özel olarak tanımlanmıştır. Bu şartlar, tüm müşterilere hizmet veren kurumlar için 5 milyon Singapur Doları (3,5 milyon \$), sadece profesyonel müşterilere hizmet veren kurumlar için 1 milyon Singapur Doları (700.000 \$) olmak üzere- dir. Ülkede kaldıraçlı işlemler aracı kurumların yanında, bankalar tarafından da yapılabilmektedir.

Tablo 3: Asgari Sermaye Tutarları

Yatırım Kuruluşu Tipi	Asgari Sermaye
Sadece profesyonel müşterilere hizmet veren yatırım kuruluşları	1 mn. SGD (0.7 mn. \$)
Tüm müşterilere hizmet veren yatırım kuruluşları	5 mn. SGD (3.5 mn. \$)

Kaynak: MAS

Teminat Kuralları

Singapur'da genel müşterilerin spot döviz işlemleri için minimum teminat oranı %5 (kaldıraç oranı 20:1) olarak belirlenmiştir. Kurumsal müşteriler ve profesyonel müşteriler için bu oran %2 (kaldıraç oranı 50:1) olarak uygulanır. Endekse dahil olan tek pay senedine dayalı fark kontratlarında kaldıraç oranı 10:1 iken, diğer tüm fark kontratları için 5:1 olmak üzeredir.

Sürdürme teminatı başlangıç teminatının %30'u olarak uygulanmaktadır. Teminat miktarı için bir alt sınır belirlenmemiştir. Ayrıca, müşteri hesapları için negatif bakiye koruması bulunmamaktadır.

Tablo 4: İşlem Teminatı Kuralları

Ürün	Dayanak Varlık	Kaldıraç Oranı
Spot döviz	Tüm döviz kurları	20:1 (Bireysel)
		50:1 (Kurumsal)
Fark kontratları	Endeks	20:1
	Pay senedi	10:1 ila 5:1
	Diğer	5:1

Kaynak: MAS

Yasak ve Kısıtlamalar

Yatırım kuruluşlarının müşteri adına kaldıraçlı işlem yapması yasaklanmıştır. Portföy yönetim şirketleri ise, sistematik bir program dahilinde olmak şartıyla varlık yönetimi için kaldıraçlı işlem yapabilmektedir.

Mesleki Yeterlilik

Singapur'da menkul kıymetler ve türev işlemler kanunu kapsamındaki faaliyetlerde görev alacak çalışanların sermaye piyasası ve finansal danışmanlık hizmetleri lisansına sahip olması gerekmektedir. Lisansa hak kazanabilmek için Bankacılık ve Finans Enstitüsü tarafından düzenlenen sınavlarda başarılı olmak, 21 yaşından büyük olmak ve GCE "O" level olarak adlandırılan lise bitirme akademik yeterlilik sınavında başarılı olmak da yer almaktadır. Diğer bir deyişle üniversite diploması gerekmemektedir.

Risk Bildirimi ve Kamuyu Aydınlatma

2012 yılında finansal düzenleyici kuruluş MAS tarafından getirilen düzenleme uyarınca, yatırım kuruluşları müşterilerine ürünlerini sunmadan önce, müşterinin ürün bilgisi ve deneyimleri hakkında bir değerlendirme yapmak zorundadır. Gerekli şartları taşımayan müşterilerin kaldıraçlı işlem yapması mümkün değildir.

Müşterinin kaldıraçlı döviz işlemi yapabilmesi için kriterleri MAS tarafından belirlenen müşteri bilgi düzeyi değerlendirmesine tabi tutulması gerekmektedir. Yatırım kuruluşu veya bankalar, müşterinin kaldıraçlı işlem yapmaya uygunluğunu değerlendirmektedir.

Müşterilerde puanlama sistemine tabi olarak değerlendirilen kriterler şöyledir:

- son 3 yılda 6 farklı kaldıraçlı işlem yapmış olduğunu belgelemek,
- finans ile ilgili alanlarda lisans veya yüksek lisans düzeyinde diploma sahibi olmak,
- finans alanında uluslararası geçerliliği olan bir sertifikaya sahip olmak,
- 10 yıllık iş deneyiminin 3 yılında yatırım ürünleri alanında çalışmış olmak.

Bu değerlendirme sonucunda kaldıraçlı işlem yapmaya uygun bulunmayan müşterilerin Singapur Bankalar Birliği ve Singapur Menkul Kıymetler Birliği tarafından oluşturu-

lanan çevrimiçi eğitim portalı üzerinden eğitimleri başarıyla tamamlayabilirse işlem yapabilmektedir.

Borsada işlem gören ürünlerde işlem yapabilmek için gereken değerlendirmenin geçerlilik süresi 3 yıl iken, tezgahüstü ürünlerle ilişkin değerlendirmenin süresi 1 yıl olarak belirlenmiştir. Bu süreler sonunda değerlendirmeler tekrarlanmaktadır.

Singapur'daki düzenlemede kamuyu aydınlatma anlamında, sadece ürünlerin risk düzeyinin yüksek olduğuna dikkat çekilmektedir.

Kaldıraçlı işlem yapacak olan müşterilerin ürünün risk düzeyini gösteren risk bildirim beyanını okuyup anlaması ve risklerin farkında olduğuna dair risk bildirim formunu (Form 13) imzalaması gereklidir. Bu konuyla ilgili imzalanması gereken bir diğer risk bildirim formu ise, yurtdışındaki ürünlere dayalı olan ürünlerin riskine dikkat çekmektedir.

JAPONYA'DA KALDIRAÇLI İŞLEMLER

2013 yılında BIS tarafından yayımlanan bir çalışmaya göre, Dünya genelinde bireysel müşterilerin yaptığı işlem hacminin %35'inin Japonya'da gerçekleştirildiği tahmin edilmektedir. Japonya, kaldıraçlı döviz işlemlerinde bireysel yerel müşteri tabanının gelişkin olmasıyla dünyada öne çıkmaktadır. 2018 yılı itibarıyla 800.000'den fazla müşteri kaldıraçlı döviz işlemi yapmaktadır.

Ülkede kaldıraçlı işlemlere ilişkin kurallar Finansal Hizmetler Kurumu (Financial Services Agency) tarafından düzenlenmektedir. Finansal piyasalarının işleyiş kurallarını belirleyen düzenleyici kuruluş FSA, banka, aracı kurum, sigorta şirketleri ile borsalar dahil olmak üzere tüm finans kurumlarını, halka açık şirketleri ve bağımsız denetim şirketlerini denetlemekte ve düzenlemektedir.

Japonya'da kaldıraçlı döviz işlemleri Döviz ve Dış Ticaretin Kontrolü Kanunu'nda (Foreign Exchange and Foreign Trade Control Act) Nisan 1998'de yapılan değişiklikle başlamıştır. Bu değişiklikle birlikte, daha önce kontrol edilen döviz ticareti serbest bırakılmıştır. Temmuz 2005'te Finansal Vadeli İşlem Kanunu'nda (Financial Futures Trading Law) kaldıraçlı döviz işlemleri, finansal vadeli işlem olarak tanımlanmıştır.

Finansal vadeli işlemler için özdüzenleyici meslek kuruluşu statüsüne sahip olan Finansal Vadeli İşlemler Birliği'nin (Financial Futures Association of Japan/FFAJ) temel görevi, yatırımcıların korunması ve finansal vadeli işlem iş alanının sağlıklı büyümesini sağlamaktır. Birlik, Temmuz 2005'ten itibaren bireyler ile gerçekleştirilen tezgahüstü döviz işlemlerini de düzenlemektedir. Bu

düzenleme fonksiyonu, finansal türev ürünler piyasasında üyelerin uyacağı kurallara ilişkin rehberlerin hazırlanması ve kamuyu aydınlatmayı kapsamaktadır. Mayıs 2019 itibarıyla FFAJ üyesi olan 146 kuruluş bulunmaktadır.

Tezgahüstü işlemlerin yanı sıra dünyada ilk kez organize piyasada kaldıraçlı işlem yapılmasına Japonya’da başlanmıştır. 2005 yılında finansal türevlerin işlem gördüğü Temmuz Tokyo Finansal Borsası (TFX) bünyesinde kurulan Click365 isimli bir piyasada dayanak varlığı döviz olan günlük vadeli işlem kontratları (kaldıraçlı işlem) işlem görmeye başlamıştır. Piyasa yapıcılığı sistemi ile işleyen piyasada, bankalararası döviz piyasasında etkin olan çok sayıda banka ve aracı kurum işlem yapmaktadır. Müşteri varlıkları TFX bünyesinde saklandığı için karşı taraf riski görece daha düşük olarak görülmektedir.

Bireysel müşterilerin kaldıraçlı döviz işlem hacmi, FFAJ tarafından aylık bazda derlenmektedir. 2018 yılında 51 kurum aracılığıyla 768.456 müşteri tarafından toplam 4 katrilyon yen (36 trilyon dolar) tutarında tezgahüstü kaldıraçlı döviz işlemi yapılmıştır. Aynı dönemde Tokyo Finansal Borsası (TFX) bünyesindeki Click365 piyasasında gerçekleştirilen işlem hacmi tezgahüstü hacmin %1’inden azına gelmektedir.

Dayanak varlığı, endeks, tahvil ve hisse senedi olan tezgahüstü fark kontratlarının (CFD) işlem hacmi ise Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (JSDA) tarafından derlenmektedir. 2018 yılı genelinde toplam 39 trilyon yen (353 milyar dolar) tutarında CFD işlemi gerçekleştirilmiştir. Aynı dönem itibarıyla bu işlemlerin gerçekleştirildiği hesap sayısı 185.131’dir.

Yatırım Kuruluşu

2007 yılında yürürlüğe giren Finansal Ürünler ve İşlem Kanunuyla yatırım kuruluşlarının faaliyet alanları aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır:

- Likit ürünlerin işlemlerine aracılık: Hisse senedi, devlet tahvili, özel sektör tahvili ve vadeli işlemler vb. işlemler
- Likit olmayan diğer ürünlerin işlemlerine aracılık
- Yatırım danışmanlığı
- Portföy yönetimi

Likit ürünlerin işlemlerine aracılık alanında sadece aracı kurumlar faaliyet gösterebilmektedir. Bu kapsama giren kaldıraçlı işlem aracılık edebilmek için asgari sermaye yükümlülüğü 50 milyon yen (450.000 \$) olarak belirlenmiştir. Haziran 2019 itibarıyla 292 aracı kurum FSA tarafından likit ürünlerde işlem yapabilmek üzere yetkilendirilmiştir.

Tablo 5: Asgari Sermaye Tutarları	
Yatırım Kuruluşu Tipi	Asgari Sermaye
Likit ürünlerin işlemlerine aracılık	50 mn. JPY (450.000 \$)
Likit olmayan diğer ürünlerin işlemlerine aracılık	10 mn. JPY (90.000 \$)

Kaynak: FSA

TFX’te yer alan Click365 piyasasında işlem yapan yatırım kuruluşları için daha farklı asgari sermaye koşulları belirlenmiştir. Bu piyasada işlem yapmak isteyen yatırım kuruluşlarının 300 milyon yen (2,8 mn. \$) tutarında ödenmiş sermayeye sahip olması ve müşteri emri iletebilmek için 10 milyon yen (90.000 \$) tutarında teminat yatırması gerekmektedir.

Teminat Kuralları

Japonya’da bireysel müşteriler için spot döviz işlemlerinde minimum teminat oranı Ağustos 2010’da %2 (kaldıraç oranı 50:1) olarak belirlendikten sonra, Ağustos 2011’den itibaren %4 (kaldıraç oranı 25:1) olarak uygulanmaktadır. CFD için kaldıraç oranı ise, dayanak varlığa bağlı olarak 20:1 ile 5:1 arasında değişmektedir.

Tablo 6: Bireysel Müşteri İşlem Teminatı Kuralları		
Ürün	Dayanak Varlık	Kaldıraç Oranı
Spot döviz	Tüm döviz kurları	25:1
Fark kontratları	Endeks	10:1
	Pay senedi	5:1
	Emtia	20:1
	Diğer	5:1

Kaynak: FFAJ, JSDA.

Teminat miktarı için bir alt sınır belirlenmemiştir. İlgili düzenlemede negatif bakiye koruması bulunmamaktadır.

Ayrıca Şubat 2017’de yürürlüğe giren düzenleme uyarınca, yatırım kuruluşlarının kurumsal müşterilere ürün bazında uygulayacağı kaldıraç oranının Finansal Vadeli İşlemler Birliği (FFAJ) tarafından haftalık olarak hesaplanmasına karar verilmiştir. Bununla birlikte kurumsal müşterilere ayrı bir kaldıraç oranı belirlenmesi mümkün olmuştur. Bu kaldıraç oranları riske bağlı olarak her hafta yeniden hesaplanmaktadır. 2019 yılı Haziran ayına ait olarak çeşitli ürünlere uygulanmakta olan kaldıraç oranına tabloda yer verilmiştir. Örneğin, Ocak ayında USD/JPY paritesi için kaldıraç oranı 75:1 civarındayken Haziran sonunda 94:1 civarında belirlenmiştir.

Tablo 7: Kurumsal Müşteri İşlem Teminatı Kuralları *	
Dayanak Varlık	Kaldıraç Oranı
USD/JPY	94:1
EUR/JPY	86:1
GBP/JPY	65:1
AUD/JPY	65:1

Kaynak: FFAJ, 2019/06.

*Haftalık olarak güncellenmektedir.

Yasak ve Kısıtlamalar

2005 yılı Temmuz ayında yürürlüğe giren Finansal Vadeli İşlemler Kanunu (Financial Futures Trading Act) ile müşteriye talebi olmaksızın tezgahüstü işlem yapmasının teklif edilemeyeceği hükmü yer almıştır. Şubat 2010’da yürürlüğe giren düzenleme uyarınca yatırımcının korunması amacıyla yeni tedbirler alınmıştır. Yatırım kuruluşları ile bireysel müşteriler arasında zararın durdurulacağı bir teminat seviyesinin belirlenmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca, yatırım kuruluşlarının müşteri teminatlarını şirket varlıklarından ayrı olarak saklaması temin edilmiştir.

Mesleki Yeterlilik

Japonya’da sermaye piyasasında faaliyet gösteren müşteri temsilcileri lisansa tabidir. Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (JSDA), lisanslama sınavlarının düzenlenmesinde ve lisansların verilmesinde yetkili kuruluş konumundadır.

Risk Bildirimi ve Kamuyu Aydınlatma

Kaldıraçlı işlem yapacak olan müşterilerin ürünün risk düzeyini gösteren risk bildirim beyanını okuyup anlaması ve kabul etmesi gereklidir.

Japonya’da kaldıraçlı işlemlere ilişkin kamuyu aydınlatma düzeyi yüksektir. Finansal Vadeli İşlemler Birliği tarafından ürün bazında kısıtları da içerecek şekilde işlem hacimleri, teminat bakiyesi, müşteri sayısı gibi bilgiler aylık periyotta kamuyu ile paylaşılmaktadır. Ayrıca, aracı kurumların sunduğu hizmetin nitelikleri, müşterilerin finansal okuryazarlık düzeyi hakkında kamuyuyla paylaşmak üzere çeşitli periyodik yayınlar üretilmektedir. Fark kontratlarıyla ilgili olarak kamuyu aydınlatma ise JSDA tarafından yürütülmektedir.

TÜRKİYE'DE KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Türkiye’de Ağustos 2011’den itibaren kaldıraçlı işlemler, Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) görev ve yetki alanına giren bir sermaye piyasası faaliyeti olarak tanımlanmıştır. İkili opsiyonlar ise yasaklanmıştır. Türkiye’deki yasal düzenlemeler uyarınca, yurtiçinde yerleşik yatırımcılar sadece SPK tarafından yetkilendirilmiş yurtiçi yerleşik kuruluşlarda işlem yapabilmektedir.

Türkiye’de bireysel müşterilerin kaldıraçlı döviz işlem hacmi, TSPB tarafından aylık bazda derlenmektedir. 2018 yılı genelinde müşterilerle gerçekleştirilen toplam işlem hacmi 4,5 trilyon TL (934 milyar dolar) olmuştur.

Türkiye’de kaldıraçlı işlem yapmakta olan müşterilerin neredeyse tamamı yurtiçi yerleşiklerdir. Bilindiği üzere yurtdışı yerleşikler gelir vergi mevzuatı açısından dar mükellef sayılmaktadır. Dar mükellefler tarafından kaldıraçlı alım satım işlemlerinden sağlanan kazanç, arızı kazanç olarak kabul edilmekte ve bu kazancın “münferit veya özel beyan” denilen beyanname ile kazancın elde edilme tarihinden itibaren on beş gün içinde beyan edilmesi gerekmektedir. Bu işlemlerin doğası gereği, her bir işlemde kar-zarar hesaplayıp, buna istinaden beyanname verilmesi pratikte mümkün olmadığından, bu durumun yabancı müşterilerin işlem yapması önünde engel teşkil ettiği görülmektedir.

Yatırım Kuruluşu

Türkiye’de kaldıraçlı işlemler sadece aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Mevzuatta üç farklı aracı kurum tipi tanımlanmıştır. Dar yetkili aracı kurum, emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini yürütebilirken, kısmi yetkili aracı kurum, işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve/veya portföy

yöneticiliği faaliyetinden herhangi birini yürütebilir. Geniş yetkili aracı kurum ise, portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve/veya aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini yürütebilmektedir.

Mevzuatta kaldıraçlı işlem tipleri, piyasa yapıcılığı, işlem aracılığı ve tanıtım aracılığı olarak sınıflandırılmıştır. Müşterileri emrinin doğrudan kabul edilerek gerçekleştirilmesi piyasa yapıcılığı olarak tanımlanırken, müşteri emrinin gerçekleştirilmek üzere başka kuruluşlara yönlendirilmesi işlem aracılığı olarak tanımlanmaktadır. Tanıtım aracılığı ise başka bir kuruluşun sunduğu hizmetin yatırımcılara tanıtımını içermektedir.

Türkiye’de kaldıraçlı işlemlerde sadece, işlem aracılığı ve piyasa yapıcılığı faaliyetine izin verilmektedir. Dolayısıyla, bir aracı kurumun müşterileri ile kaldıraçlı işlem yapabilmesi için işlem aracılığı yetkisi olan kısmi yetkili aracı kurum veya piyasa yapıcılığı faaliyeti yetkisi olan geniş yetkili aracı kurum olması gerekmektedir. Türkiye’de asgari sermaye tutarlarının incelenen ülkelerden bir hayli yüksek olduğu görülmektedir.

Tablo 8: Asgari Sermaye Tutarları	
Aracı Kurum Tipi	Asgari Sermaye
Dar yetkili aracı kurum	2 mn. TL (0.4 mn. \$)
Kısmi yetkili aracı kurum	10 mn. TL (2 mn. \$)
Geniş yetkili aracı kurum	26 milyon TL (5 mn. \$)

Kaynak: SPK

Teminat Kuralları

Bu kriterler arasında müşterinin sahip olması gereken şartlardan ilki, Şubat 2017’de yürürlüğe giren düzenleme ile getirilen başlangıç teminat tutarı olarak asgari 50.000 TL veya muadili döviz tutarını teminat olarak yatırılması şartıdır. Kaldıraç oranı tüm ürünler için 10:1 olarak belirlenmiştir. Sürdürme teminatı oranı ise ara-

cı kurumlar tarafından belirlenmektedir. Müşterilerin ilk teminat tutarından fazlasını kaybedemeyeceği hüküm altına alınmıştır.

Yasak ve Kısıtlamalar

Yasak ve kısıtlamalara ilişkin hükümler aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışı yerleşik kuruluşlarda işlem yapması yasaklanmıştır. (Türk Parasının Kıymetini Koruma Hk. 32 sayılı Karar)
- Yurtdışında yerleşik kuruluşlar tarafından yurtiçinde yerleşik yatırımcılara yönelik olarak elektronik ortam da dâhil olmak üzere kaldıraçlı işlem aracılığı hizmeti sunulması yasaklanmıştır. (Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ)
- İşlem öncesinde müşteri hesabına çeşitli isimler altında yatırılan tutarlar ile işlem gerçekleştirilmesine yönelik promosyon düzenlenemez (TSPB Genelge: 16)

Mesleki Yeterlilik

Türkiye’de sermaye piyasası faaliyetinde bulunan çalışanların Sermaye Piyasası Lisanslama ve Sicil Kuruluşu A.Ş. (SPL) tarafından yetkilendirilmesi gerekmektedir. Müşteri temsilcisi, 2 yıllık yükseköğretim diplomasına ve düzey 1 lisansına sahip olmalıdır.

GENEL DEĞERLENDİRME VE TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Bireysel müşteriler, küresel piyasalarda getirilerin düşmesiyle birlikte hayli riskli bir işlem olan kaldıraçlı işlemlere yönelmiştir. Müşterilerin önemli bir çoğunluğu bu işlemler neticesinde sermaye kaybına uğramıştır.

Düzenleyici kuruluşlar yatırımcının korunması amacıyla, kaldıraçlı ürünlerin bireysel müşterilere pazarlanması ve satışına ilişkin

Risk Bildirimi ve Kamuyu Aydınlatma

Türkiye’deki düzenleme uyarınca, kaldıraçlı işlemlerin riskli ürünler olduğuna dair bir risk bilgilendirilmesine bulunulması ve kaldıraçlı işleme aracılık eden yatırım kuruluşlarının internet sitelerinde karda ve zararda olan müşterilerin oransal dağılımına yer verilmesi zorunludur. Ayrıca, bireysel müşterilere kaldıraçlı işlem hesabı açılmadan önce deneme hesabı açılması zorunlu tutulmaktadır. Bu deneme hesabında müşterilerin 6 iş günü boyunca toplam 50 işlem yapması beklenmektedir.

Türkiye’de kaldıraçlı işlemlere ilişkin düzenleme çerçevesi şeffaf bir yapıya sahiptir. Kamuyu aydınlatmaya ilişkin tedbirler aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

- Kaldıraçlı işlemlerle ilgili olarak portföy aracılığı ve işlem aracılığı faaliyet iznine sahip aracı kurumların, standart hesap müşterileri için açıkladığı alım satım fiyat farklarını her bir varlık bazında Birliğe aktarmak zorunda olması (TSPB Genelge No: 33)
- Fiyat sağlayıcı kuruluşlara ilişkin bilgilerin, reddedilen emirlerin tüm emirlerle oranının, müşteri şikayet sayısının internet sitesinde yayınlanması zorunluluğu (TSPB Genelge No:35)

tedbirleri belirlemek üzere çalışmaya başlamıştır.

Çalışma kapsamında İngiltere, Singapur, Japonya’da kaldıraçlı işlem düzenlemeleri incelenmiş, müşterilerin korunmasıyla ilgili tedbirler değerlendirilmiştir.

Japonya ve Singapur’da spot döviz kontratları için sırasıyla 25:1 ve 20:1 olmak üzere Türkiye ile benzer şekilde sabit bir kaldıraç

oranı belirlenmiştir. İngiltere’de ise önemli paritelerde 30:1 diğer paritelerde 20:1 olmak üzere ikili bir yapı belirlenmiştir.

Japonya ve Singapur’da spot döviz kontratlarında işlem yapan kurumsal yatırımcılar için daha yüksek olarak ayrı bir kaldıraç oranı belirlenmiştir. Japonya’da spot döviz kontratları için kaldıraç oranının haftalık olarak belirlenmesi yetkisi, FFAJ isimli öz-düzenleyici kuruluşa verilmişken, Singapur’da sermaye piyasası mevzuatında daha yüksek belirlenmiştir. İngiltere’de ise, kurumsal yatırımcılar kaldıraç sınırlaması olmaksızın işlem yapabilmektedir.

Borsa endeksleri, pay senetleri, emtia gibi diğer enstrümanlara dayanan fark kontratlarında ise incelenen tüm ülkelerde ürüne bağlı olarak değişen bir kaldıraç oranı belirlendiği görülmüştür.

İngiltere’de müşterilerin korunması amacıyla yatırmış olduğu teminattan fazlasını kaybetmesi düzenleme ile yasaklanırken, Japonya ve Singapur’da böyle bir tedbir

alınmamıştır. İncelenen ülkelerin tümünde, başlangıç teminatının belirli bir seviyenin altına inmesi durumunda pozisyonun kapatılması yaklaşımı benimsenmiştir.

Japonya’da müşteriye talebi olmaksızın kaldıraçlı işlem yapmasının teklif edilemeyeceği kuralı getirildiği gözlenmiştir. Singapur düzenlemesinin ise, müşteri tanıma koşulları açısından oldukça sıkı olduğu görülmüştür.

İncelenen tüm ülkelerde müşteri varlıklarının şirket varlıklarından ayrı saklanması gerektiği hüküm altına alınmıştır. Ayrıca, bu ülkelerde Türkiye’de olduğu gibi işlem teminatlarının merkezi bir saklama kuruluşunda müşteri bazında saklandığı görülmüştür.

İncelenen ülkeler arasında sadece İngiltere’de Türkiye ile benzer olarak yatırım kuruluşlarının internet adresinde karda ve zararda olan müşterilerin oransal dağılımına yer verilmesinin zorunlu tutulduğu görülmüştür.

Tablo 9: Ülkelerde Kaldıraçlı İşlem Düzenlemeleri

	İngiltere	Singapur	Japonya	Türkiye
Müşterinin Korunması				
Asgari Başlangıç Teminatı	Yok	Yok	Yok	50.000 TL (9.500 \$)
Bireysel Müşteriler İçin Spot FX Kaldıraç Oranı	Ürüne Göre 30:1 ile 2:1 arasında	Sabit (20:1)	Sabit (25:1)	Sabit (10:1)
Negatif Bakiye Koruması	Var	Yok	Yok	Var
Otomatik Pozisyon Kapatma	< 50%	< 30%	müşteriyle belirlenir	aracı kurum belirler
Müşteriye Talebi Olmaksızın Erişim	Var	Var	Yok	Var
Uygunluk Testi	Var	Var	Var	Var
Yatırım Kuruluşları				
İşlem Yapmaya Yetkili Kuruluş	Aracı Kurum	Banka ve Aracı Kurum	Aracı Kurum	Aracı Kurum
Asgari Sermaye Yükümlülüğü				
Kısmi Yetkili	125.000 avro	1 mn. SGD	-	10 mn. TL
Geniş Yetkili	730.000 avro (640.000 \$)	5 mn. SGD (3.5 mn. \$)	50 mn. JPY (450.000 \$)	26 mn. TL (5 mn. \$)

Kaynak: BIS, FCA, FSA, FFAJ, MAS, SPK, TSPB

İncelenen ülkeler arasında hem teminat koşulları hem de kamuyu aydınlatmayı içeren yatırımcının korunmasıyla ilgili kuralların en sıkı olarak Türkiye’de uygulandığı görülmüştür.

Diğer ülkelere göre güçlü asgari sermaye yapısına sahip olan kurumlarımız, bu düzenlemelerin sağladığı etkin gözetim ve denetim mekanizmasıyla, uluslararası yatırımcılara güvenli bir ortam sunmaktadır. Bu durum, özellikle bölgemizde yer alan bazı ülkelerdeki yatırımcıları ülkemize çekebilecek potansiyel taşımaktadır.

Ancak, kaldıraçlı işlemlerin barındırdığı yüksek riskli yapısıyla, bireysel müşterilerin kısıtlı olan döviz tasarruflarını yitirmesinde payı olduğu bilinmektedir. Bu nedenle, düzenleme çerçevesinin mevcut yaklaşımda olduğu gibi bireysel müşterilerin korunmasından taviz vermeyecek şekilde tasarlanması gereklidir.

Müşteri teminatının merkezi takas kuruluşunda saklanmasıyla Türkiye, döviz piyasasının hayli gelişkin olduğu ülkelerin dahi ilerisinde güçlü bir altyapıya sahiptir.

• Başlangıç Teminatı Sınırlamasının Kaldırılması

Türkiye’de 50.000 TL başlangıç teminatı ile sisteme müşteri girişi sınırlandırılmıştır. Bu sınırlama, yeterli tasarrufa sahip olmayan bireysel müşterilerin yasadışı olarak faaliyet gösteren yetkisiz kuruluşlar tarafından istismar edilmesine neden olmuştur.

Genellikle yurtdışında faaliyet gösteren yetkisiz kuruluşlar, müşteri teminatını yurtdışında saklamakta, müşteriler açısından karşı taraf riski de yaratmaktadır.

Çalışma kapsamında incelenen İngiltere, Japonya ve Singapur’da kaldıraç oranlarına ilişkin bir sınırlama olmasına karşın, başlangıç teminatına yönelik bir kısıtlama bulunmadığı görülmektedir. Bu kapsamda kaldıraç oranına ilişkin sınırlamanın doğrudan müşterinin pozisyon açmasını etkilediği kabulüyle, müşteriye koruma için yeterli olduğu kanaatine ulaşılabilir.

Başlangıç teminatına ilişkin sınırlamanın kaldırılmasıyla birlikte, düşük tasarrufa sahip bireylerin yasadışı faaliyet gösteren kuruluşlar tarafından istismar edilmesi önlenilecektir.

• Ürün bazlı değişken kaldıraç oranına geçilmesi

Dayanak varlık risk düzeyinin farklı olması, dünya düzenlemelerinde teminat koşullarının da farklılaşmasını getirmiştir. Avrupa düzenlemelerinde fark kontratlarında kaldıraç oranının dayanak varlığın risk düzeyine bağlı olarak değiştiği bilinmektedir.

İstanbul’un uluslararası finans merkezleri arasındaki konumu güçlendirmek üzere, sermaye piyasası düzenlemelerinin yakınması faydalı olabilir. Türkiye’de de Avrupa düzenlemelerinde olduğu gibi bireysel müşterilere hâlihazırda 10:1 olarak uygulanan kaldıraç oranlarında önemli paritelerde 30:1 olarak, diğer paritelerde 20:1 olarak uygulanması mümkün olabilir. Piyasa koşullarının gerektirdiği durumlarda, Kurul kararı ile kaldıraç oranları etkin bir şekilde belirli bir süre için sınırlandırılabilir.

Tablo 10: Önerilen İşlem Teminatı Kuralları		
Ürün	Dayanak Varlık	Kaldıraç Oranı
Spot döviz	Önemli döviz kurları	30:1
	Diğer döviz kurları	20:1
Fark kontratları	Endeks	20:1
	Pay senedi	10:1
	Emtia	20:1
	Diğer	10:1

- **Profesyonel müşteriler için ayrı bir kaldıraç oranı belirlenmesi**

Mevcut düzenleme hem bireysel müşteriler hem de kurumsal müşteriler kaldıraçlı işlemlerde aynı sınırlamalara tabidir.

Yurtdışı kurumsal müşterileri çekecek uygun ortam vergisel düzenlemelerle birlikte sağlandığında, yurtdışı kurumsal yatırımcılara uygulanacak kaldıraç oranının daha esnek belirlenmesi ihtiyacı doğabilecektir.

Japonya örneğinde görüldüğü üzere, kurumsal müşterilerin kaldıraç oranı Finansal Vadeli İşlemler Birliği (FFAJ) tarafından haftalık olarak hesaplandığı bilinmektedir. Türkiye’de de bu düzenlemeye benzer olarak yetkili bir kuruluş tarafından kurumsal müşterilere uygulanacak kaldıraç oranları risk bazlı olarak haftalık periyotlarla belirlenebilir.

- **Müşterinin ürün bilgisinin sınanması**

Singapur örneğinde görüldüğü üzere, kaldıraçlı işlem yapma niyetiyle başvuran müşterinin piyasanın işleyişi hakkında bilgi düzeyini ölçmek maksadıyla yetkili bir kuruluş tarafından sınava tabi tutulabilir. Yeterli bilgi düzeyine sahip olmayan müşterilerin ancak yetkili kuruluştan eğitim aldıktan sonra hesap açabilmesi değerlendirilebilir. Bu sistemin uygulanmasında Sermaye Piyasası Lisanslama ve Sicil Kuruluşu’nun çevrimiçi eğitim portalından yararlanılabilir.

- **Yetkisiz kuruluşlarda işlem yapan müşterilerin bilgilendirilmesi**

Türkiye’de yerleşik kişiler, sadece yurtiçinde ve SPK tarafından yetkilendirilmiş kurumlar aracılığıyla kaldıraçlı işlem yapabilir. IOSCO ilkelerinden olan düzenleyici kuruluşlar arasında bilgi paylaşımının artırılmasıyla, yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı düzenleyici otoriteler tarafından yetkilendirilmiş kuruluşlarda işlem yapması pek mümkün olmamaktadır.

Ancak, yeterli tasarrufa sahip olmadığı için bu yönetime başvuran bireysel müşteriler yasadışı olarak faaliyet gösteren yetkisiz kuruluşlarda işlem yapmaktadır. IOSCO ilkeleriyle uyumlu olarak, bu müşterilerin içinde bulunduğu eylemin suç olduğu yönünde farkındalık çalışmasının yürütülmesi önem taşımaktadır.

- **Yurtdışı müşterilerin vergi beyanamesi verme yükümlülüğünün kaldırılması**

Yurtdışı yerleşiklerin müşterilerin ülkemizde kaldıraçlı alım-satım işlemi yapmasının önünde önemli engellerden birinin vergi beyanamesi ile kazancın beyan edilmesi yükümlülüğü olduğu düşünülmektedir.

Beyan yerine tevkif yoluyla vergilendirme esasının benimsenmesinin yabancı müşterileri teşvik edeceği düşünülmektedir. Türkiye’deki diğer sermaye piyasası araçlarında olduğu gibi kaldıraçlı işlem kazançlarında dar mükellefler için Birliğimiz stopajın %0 oranında uygulanmasını önermektedir.

KAYNAKÇA

AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, TSPB (2004).

Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Otoritesi (ESMA) İnternet Sitesi:

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-adopts-final-product-intervention-measures-cfds-and-binary-options>

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Döviz piyasası ve tezgahüstü türev ürünler anketi, 2016.

Financial Conduct Authority (FCA). İnternet Sitesi:

<https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-statement-opinion-esma-our-final-rules-cfds-and-cfd-options>

Monetary Authority of Singapore (MAS).

Singapore Statues Online, İnternet Sitesi:

<https://sso.agc.gov.sg/>

Financial Services Agency (FSA).

Financial Futures Association of Japan (FFAJ). İnternet Sitesi:

<https://www.ffaj.or.jp/>

Tokyo Finansal Borsası (TFX). İnternet Sitesi:

<https://www.tfx.co.jp/en/>

TSPB (2018). Sermaye Piyasasının Geliştirilmesine Yönelik Öneriler ve Eylemler Raporu.

Emek, B. (2017). Küresel Döviz Piyasası İlkeleri. TSPB. Gösterge Dergisi Sayı: 14.

Değertekin, E. A. (2010). Döviz Piyasaları. TSPB. Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi Sayı 92.

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

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

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

