

GÖSTERGE

GÜZ 2020

ARACI KURUMLAR - 2020/06

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2020/06

AVRUPA BİRLİĞİ DİJİTAL FİNANS STRATEJİSİ

LALE CİNNETİ

SERMAYE PİYASALARINDA COVID-19 ÖNLEMLERİ




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 yayınıma 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 - 2020/06	1
<i>Ceylan Anıl – Deniz Kahraman</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2020/06	19
<i>Onur Salttürk</i>	
Avrupa Birliği Dijital Finans Stratejisi	29
<i>Gökben Altaş</i>	
Lale Cinneti	43
<i>Onur Salttürk</i>	
Sermaye Piyasalarında Covid-19 Önlemleri	57
<i>Deniz Kahraman</i>	

ARACI KURUMLAR 2020/06

Ceylan Anıl – Deniz Kahraman

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumların yanı sıra ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan bir yatırım bankasından derlediği 2020 yılı ilk yarısına ait faaliyet verileri ile finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz etmiştir.

2020'nin ilk çeyreğinde toplam aktif büyüklüğünün %0,05'ini oluşturan 1 aracı kurum

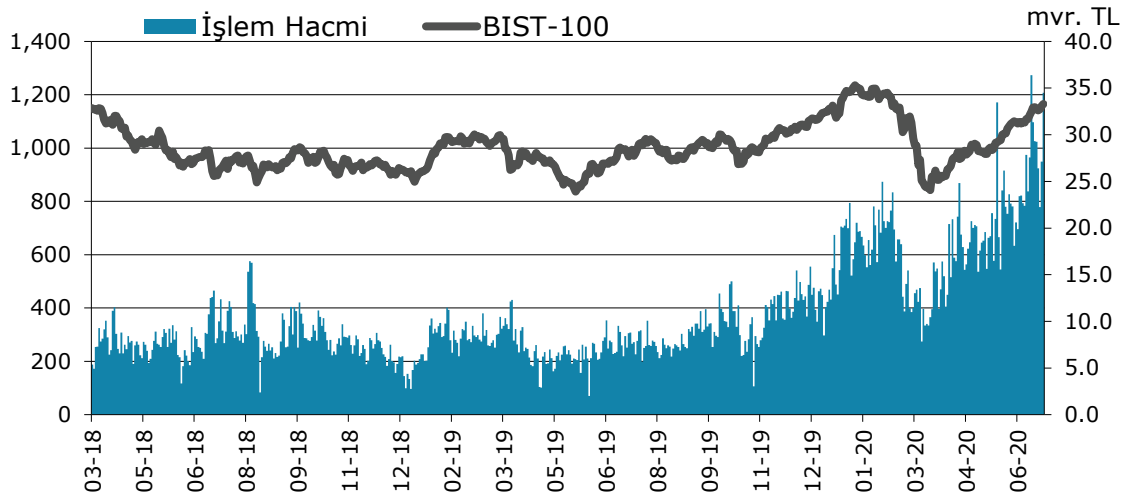
SPK'dan ek süre alarak finansal tablolarını henüz yayınlamadığı için Birliğimize zamanında bildirimde bulunamamıştır. Yanı sıra, Temmuz ayında faaliyetini sonlandıran Deutsche Yatırım da kapanması nedeniyle Birliğimize bildirimde bulunamamıştır. Sonuç olarak, Haziran 2020 dönemi için 61 kurumdan derlenen verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Koronavirüs salgınının Mart ayında pandemi ilan edilmesiyle beraber dünya genelinde ekonomik faaliyetlerde ani bir yavaşlama görülmüş, uluslararası piyasalarda oynaklık artmış ve gelişmekte olan piyasalardan portföy çıkışları yaşanmıştır. Haziran ayında salgına ilişkin ikinci dalga ihtimali endişeleri olsa da küresel ekonomide toparlanma işaretleri görülmeye başlanmıştır.

Türkiye'de pay piyasalarında Mart ayına kadar olumsuz bir seyir hâkim olsa da Mart ayında pandemi ilan edilmesinin ardından hükümetin açıkladığı ekonomiyi destekleyici önlem paketleri ve ardından TCMB tarafından uygulanan politika faiz indiriminin etkisiyle piyasalar yukarı yönde hareket etmiştir. Böylece BIST 100 endeksi 23 Mart günü en düşük olduğu 852 seviyesinden Haziran sonuna kadar yükselerek Haziran sonunda 1.165 seviyelerine ulaşmıştır.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



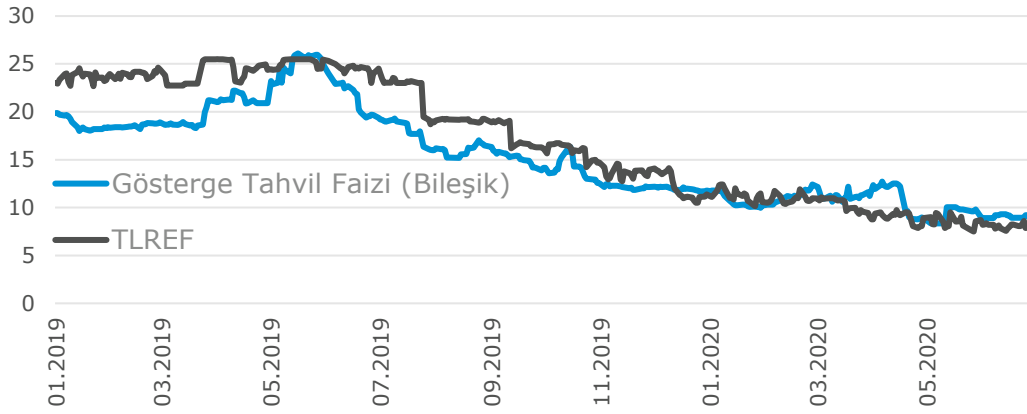
Kaynak: Borsa İstanbul

Bu ortamda Türkiye’de Merkez Bankası politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını Nisan ve Mayıs aylarında olmak üzere art arda 2 kez indirerek %9,75’ten %8,25’e düşürmüştü, fonlama imkanları ve tutarlarının artırılması gibi tedbirler açıklanmıştır.

Mart ayına kadar yatay bir seyir izleyen gecelik repo faizi göstergesi TLREF, bu

gelişmelerle beraber Mart ayından itibaren düşüşe geçmiş, Mart sonunda %9,45’ten Haziran sonunda %7,86’ya inmiştir. Gösterge devlet tahvili faizi Nisan ayında %12’ye kadar yükseldikten sonra faiz indirimlerinin etkisi ile Mart sonuna göre 2 puan azalarak Haziran sonunda %9,4 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

ARACILIK FAALİYETLERİ

2020 yılının ilk altı ayında, geçtiğimiz yılın ilk altı ayına kıyasla opsiyon hariç tüm ürünlerde işlem hacminde artışın devam ettiği gözlemlenmiştir. Pay senedi işlemlerinin hacmi 2019 yılının aynı dönemine kıyasla 2,5 katına çıkarak 4,7 trilyon TL olurken repo işlem hacmi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %39 artarak 15 trilyon TL’ye yaklaşmıştır.

Pay senetlerinden sonra en büyük artışın görüldüğü vadeli işlemler de %79 artarak 2,4 trilyon TL olmuştur. Azalışın görüldüğü tek

ürün türü olan opsiyon işlemlerinde ise %18’lik azalış söz konusudur.

Tablo 1’de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) işlem hacmi gösterilmektedir. 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 verilmemiştir.

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (mn. TL)				
	2019/06	2019/12	2020/06	Yıllık Değişim
Pay Senedi	1,820,914	4,229,061	4,653,867	155.6%
Aracı Kurum	1,664,634	3,874,860	4,361,634	162.0%
Banka	156,280	354,200	292,234	87.0%
SGMK	579,201	1,340,808	792,281	36.8%
Aracı Kurum	83,908	194,463	153,552	83.0%
Banka	495,293	1,146,345	638,729	29.0%
Repo	10,779,036	28,644,843	14,979,176	39.0%
Aracı Kurum	2,415,685	5,658,588	3,593,948	48.8%
Banka	8,363,351	22,986,255	11,385,228	36.1%
Vadeli İşlemler	1,319,235	2,802,721	2,358,028	78.7%
Aracı Kurum	1,253,519	2,684,113	2,249,063	79.4%
Banka	65,715	118,608	108,965	65.8%
Opsiyon	18,045	35,803	14,867	-17.6%
Aracı Kurum	10,586	22,880	11,950	12.9%
Banka	7,459	12,924	2,917	-60.9%
Varant*	12,597	31,161	19,903	58.0%
Kaldıraçlı İşlemler*	3,878,171	7,731,626	5,577,103	43.8%
Müşteri	2,055,571	4,121,266	3,039,591	47.9%
Likidite Sağlayıcı	1,822,600	3,610,360	2,537,512	39.2%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

PAY SENETLERİ

2020 yılının ilk yarısında, 52 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmış, işlem hacmi 2019 yılının aynı dönemine oranla 2,5 katından fazla artarak 4,7 trilyon TL'ye yaklaşmıştır. Bununla beraber, yoğunlaşma yüksek olup, bir yatırım bankasıyla beraber ilk 5 kurumun hacmi, toplam piyasa hacminin %41'ini oluşturmuştur.

2019 yılının ilk altı ayına oranla, 2020'nin aynı döneminde hacimdeki ciddi artışta en büyük etken yurtiçi bireylerin hacminin neredeyse 3 katına çıkması olmuştur. Bunda pay senedi yatırımı yapan yatırımcı sayısının son 10 yıl içindeki en yüksek seviyeye gelmesinin de katkısı olduğu düşünülmektedir.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %68'inin yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcılar 30 Haziran 2020 itibarıyla halka açık payların yalnızca %22'sine sahiptir.

Yabancı yatırımcıların pay senedi işlemlerindeki 2020 yılının ilk yarısında %84 oranında artarken, bu yatırımcıların işlem hacmindeki

payı Tablo 2'da görüleceği üzere %21 olarak gerçekleşmiştir. 2019 genelinde yabancı yatırımcılar işlem hacminin %27'sini oluşturmuştu.

Tablo 5'te pay senedi hacimlerinin departmanlara göre dağılımı ele alınmaktadır. Buna göre, 2020 yılının ilk altı ayında pay senedi hacminde en yüksek paya sahip olan internet işlemlerinin payı son çeyrekte 5 puan artarak %55'e çıkmıştır. Bu durum sektör genelinde yatırımcıların pandemi nedeniyle işlemlerini internet kanalı üzerinden yapmasından kaynaklanmıştır.

2018 yılından itibaren işlem hacmi departman kırılımında, doğrudan piyasa erişimi (direct market access/DMA) detayına yer vermeye başlanmıştır. Bu kanalın genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir. Kurumların işlemlerinde doğrudan piyasa erişimi kanalının 2020 yılının ilk yarısında %12 olarak gerçekleşmiştir.

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 toplam payı yılın ilk altı ayında %67 olmuştur. Bu kanallar ile gerçekleşen işlemlerin toplam hacimdeki payı, ağırlıkla internet üzerinden yapılan işlemlerdeki artışla geçtiğimiz yılın aynı dönemine 15 puan artmıştır. Bunda hem bazı kurumlarda şubelerin salgın

nedeniyle kapalı olması rol alırken, hem de müşterilerin internet kanalını daha çok tercih etmeye başlaması etkili olmuştur.

İnternet üzerinden yapılan pay senedi işlemleri, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilirken, doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalının ağırlıkla yurtdışı kurumlar tarafından kullanıldığı bilinmektedir. 2020 yılının ilk altı ayı boyunca 11 kurumda bu kanal vasıtasıyla işlem gerçekleştirilmiştir.

Tablo 2: Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2020/06)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	68.5%	2.2%	8.9%	55.3%	47.1%	52.5%	53.8%
Yurtiçi Kurumlar	7.5%	16.5%	8.9%	9.6%	49.6%	47.4%	46.2%
Yurtiçi Kurumsal	2.6%	81.1%	82.1%	6.0%	3.2%	0.0%	0.0%
Yurtiçi Yatırımcı	78.6%	99.8%	99.9%	71.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Yurtdışı Bireyler	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Kurumlar	20.6%	0.0%	0.0%	26.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	0.7%	0.2%	0.1%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	21.4%	0.2%	0.1%	29.0%	0.0%	0.0%	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.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil dâhil), 2020 yılının ilk altı ayında geçtiğimiz yıla göre %37 artarak 792 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Repo/ters-repo işlemleri ise (tescil dâhil) aynı dönemde %39 artışla 15 trilyon TL'ye yaklaşmıştır.

2020 yılı ilk altı ayı boyunca toplam 35 aracı kurum ve 40 banka tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. Bu işlemlerde aracı kurumların payı 2019 yıl sonunda %15 iken 2020 Haziran sonunda %19'a çıkmıştır. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin yarısı sadece 2 kurum tarafından gerçekleştirilmiştir.

Verileri derlenen yatırım bankası, sabit getirili menkul kıymetler piyasasında da işlem yapmakta olup; aşağıda sunulan departman ve yatırımcı dağılımı analizlerine dâhil edilmiştir.

Birliğimizce verileri derlenen kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır (Tablo 2). Tahvil/bono işlem hacminin %81'ini yurtiçi kurumsal yatırımcılar oluştururken, %17'sini yurtiçi kurumlar gerçekleştirmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir. Özellikle iki kurumun işlemlerinin etkisiyle, kurum portföyü ile gerçekleşen işlemlerin payı %20 olmuştur.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına baktığında ise işlemlerin %72'sinin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ve merkez dışı

birimler üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir (Tablo 5).

Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurumlar ile yatırım bankasının müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcıların bu

işlemlerdeki payı 2020 yılının ilk altı ayında %82 olmuştur.

Hem SGMK, hem de repo işlemlerinde yurtdışı satış ve pazarlama departmanının payı ağırlıklı bir aracı kurumun yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlemlerini aracılığıyla yapıyor olması nedeniyle nispeten yüksektir.

VADELİ İŞLEMLER

2020 yılının ilk altı ayında 53 aracı kurum ve 8 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine göre %79 artarak 2,4 trilyon TL'ye yaklaşmıştır. 2018 Eylül ayından itibaren TCMB, Borsa İstanbul'da döviz vadeli işlem kontratlarında işlem yapsa da Tablo 1'e verileri dahil edilmemiştir.

Tablo 3'te görüleceği üzere, vadeli işlemlerin büyük bir kısmını BIST pay ve fiyat endekslerini dayanak alan endeks vadeli işlemleri oluşturmaktadır. Paya dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin hacmi geçtiğimiz yılın ilk altı ayı ile kıyaslandığında 4 katına çıkarken, bu işlemlerin toplam vadeli işlem hacmindeki payı da 11 puan artarak %19'u aşmıştır. Bu gelişmelerle döviz dayanak alan vadeli işlemlerin payı 2019 yılı Haziran sonunda %39'dan, 2020 yılının aynı döneminde %13'e gerilemiştir.

Aracı kurumlar ve değerlendirmeye alınan yatırım bankası tarafından gerçekleştirilen vadeli işlemlerin dörtte birinin 2, yarısının ise ilk 6 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, bu

OPSİYONLAR

2020 yılı ilk altı ayı boyunca 28 aracı kurum tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacmi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %18 azalarak 11,5 milyar TL olmuştur.

2019 yılı aynı dönemi ile kıyaslandığında, vadeli işlemlerde olduğu gibi opsiyon

yatırımcıların işlemleri, toplam vadeli işlem hacminin yarısından fazlasını oluşturmaktadır (bkz. Tablo 2). Yurtiçi kurumsal yatırımcıların vadeli işlem hacmindeki payı, pay senedine göre daha yüksek olup, toplam işlem hacminin %6'sına karşılık gelmektedir. Yurtiçi kurumların payı ise %10 olup, bunun %58'i kurumların kendi portföylerine yaptıkları vadeli işlemleri yansıtmaktadır.

Tablo 3: Ürün Bazında

Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı

Ürün	2019/06	2019/12	2020/06
Endeks	50.4%	54.6%	58.4%
Döviz	38.5%	28.8%	13.4%
Pay	7.8%	11.7%	19.3%
Diğer	3.2%	4.9%	8.9%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

İncelenen kurumların vadeli işlemlerinde departman dağılımında en yüksek pay %34 ile internettir. Bu departmanın payı korona salgınının etkisiyle 2019 yıl sonuna kıyasla 8 puan artmıştır. İnternet işlemlerini %19 payla doğrudan piyasa erişimi kanalı takip etmektedir (bkz. Tablo 5). Doğrudan piyasa erişiminin payı, vadeli işlemlerde hisse senetlerini geçerken, bu işlemleri genelde yurtdışı yatırımcıların tercih ettiği bilinmektedir.

İşlemlerinde de payı dayanak alan işlemlerde önemli artış görülmüştür. Payı dayanak alan opsiyon sözleşmeleri bu döneme kıyasla %122 artarken, döviz dayanak alan opsiyon sözleşmeleri hacmi ise %64 azalış göstermiştir. Sonuç olarak, opsiyon işlemlerinin hala en büyük kısmını oluşturan döviz dayanak alan

opsiyon işlemlerinin payı 2019 yılının ilk yarısına oranla 30 puan azalıp %41'e inmiştir.

Tablo 4: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Oranı Dağılımı			
Ürün	2019/06	2019/12	2020/06
Endeks	11.4%	15.8%	34.8%
Döviz	82.2%	70.8%	40.6%
Pay	6.4%	13.4%	24.6%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

İncelenen kurumların opsiyon işlem hacmi 11,5 milyar TL civarı olurken, sadece iki aracı kurum tarafından gerçekleştirilen işlemler incelenen kurumların toplam opsiyon hacminin %63'ünü oluşturmuştur. Bu kurumların ise opsiyon hacminin büyük bölümü kendi kurum portföylerine yaptıkları işlemlerden oluşmuştur.

Opsiyon işlemlerinde yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilen hacmin toplam opsiyon

VARANTLAR

Ağırlıklı olarak bireysel yatırımcıların işlem yaptığı bu piyasada 2020 yılının ilk yarısında 43 kurum aracılık yapmıştır.

Varant işlemlerinde işlem hacminin %62'si piyasa yapıcı iki kuruma ait olup, yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir.

hacmindeki payı, 3 puan artarak toplam hacmin yarısını oluşturmuştur. Bu durum büyük oranda iki aracı kurumun kendi portföyüne yaptığı opsiyon işlem hacminden kaynaklanmıştır. Sonuç olarak yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacmi toplam opsiyon işlem hacimlerinin yarısını oluşturmuştur. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı ise bu yatırımcılara faaliyet gösteren bir kurumun kapanması ile sıfırlanmıştır (bkz. Tablo 2).

Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin büyük kısmının kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir (bkz. Tablo 5). Kurum portföyünü şube tarafından gerçekleştirilen işlemler takip etmektedir.

Varant işlem hacmi 2020 yılının ilk altı ayında, geçtiğimiz yıl ile kıyaslandığında %50 artarak 20 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu işlemlerinin yarısından fazlası internet üzerinden yapılmaktadır.

Tablo 5: Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2020/06)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	8.3%	56.0%	51.4%	12.9%	13.1%	8.5%	16.7%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	13.4%	12.6%	31.4%	17.5%	35.1%	11.1%	10.5%
Şube	10.7%	3.7%	5.3%	15.6%	34.2%	1.7%	10.2%
Acente	1.2%	8.6%	26.0%	0.6%	0.8%	0.0%	0.3%
İrtibat Bürosu	1.5%	0.3%	0.1%	1.4%	0.0%	9.5%	0.0%
İnternet	54.7%	0.3%	0.0%	33.9%	8.0%	52.9%	27.2%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	12.4%	0.0%	0.0%	18.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.0%	0.1%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	1.2%	11.9%	4.0%	5.6%	43.8%	27.3%	45.6%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	9.6%	19.2%	13.2%	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: TSPB

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Kaldıraçlı işlemler yalnızca aracı kurumlar tarafından yapılmakta olup, 2020 yılının ilk yarısında bir önceki yıla göre %44 artarak 5,6 trilyon TL civarında gerçekleşmiştir. Bu hacmin 3 trilyon TL'lik kısmı aracı kurumların müşterileri ile gerçekleştirdiği kaldıraçlı işlemlerden, kalan kısmı likidite sağlayıcılar ile gerçekleştirilen işlemlerden oluşmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde de yoğunlaşma yüksektir. Yılın ilk altı ayında müşterilerle

gerçekleşen işlemlerin %43'ü ilk 3 aracı kurum tarafından yapılmıştır.

Bu dönemde gerçekleşen kaldıraçlı işlemlerin %27'si internet üzerinden yapılmış iken, ardından gelen yurtiçi satış departmanının payı %17'dir. 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. Yanı sıra, 2020 yılının ilk altı ayı küresel halka arz piyasasının seyrin, COVID-19'u çevreleyen beklenmedik olaylar nedeniyle geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre kötüleşmiş, hisse senetleri piyasasında Haziran ayına kadar volatilite nedeniyle oluşan belirsizlik ortamı, halka arzları zorlaştırmıştır. Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre 2020 yılının ilk altı ayında, Dünya'da halka arz olan şirket sayısı %19 azalırken, halka arzların toplam büyüklüğü de %8 azalmış ve hasılat 69,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de ise 2020 yılının ilk yarısı boyunca 2 halka arz gerçekleşmiş, bu halka arzın hasılat toplamı 70 milyon TL ile hayli düşük gerçekleşmiştir.

2020 yılının ilk yarısında özel sektörün tahvil ihraç sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla iki katına çıkarak 649 olarak gerçekleşmiş, hasılat tutarı ise benzer şekilde aynı döneme göre %129 artarak 114 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu ihraçların bir kısmına yatırım bankaları da aracılık ettiği için, Tablo 6'da sunulan rakamlar ile farklılık göstermektedir. 649 adet tahvil ihracının 579'unun aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülmektedir.

Tablo 6: Pay Senedi Halka Arzları ve Tahvil İhraçları			
	2019/06	2019/12	2020/06
Pay Senedi Halka Arzları			
Sayı	0	6	2
Tutar (mn. TL)	0	263	70
Tahvil İhraçları			
Sayı	308	1,330	649
Tutar (mn.TL)	49.8	210,322	114.2

Kaynak: Borsa İstanbul

*Tahsisli satışlar hariçtir.

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2020 yılının ilk yarısında aracı kurumlar 772 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 579'u

tahvil ihracı olmak üzere, toplam 710 adet proje tamamlamıştır.

Artan işlem hacmi ve fiyatlara paralel olarak geçtiğimiz yıl halka arzlarda yaşanan durgun dönemin ardından halka arz faaliyetleri de canlanmıştır. 2019 yılının ilk yarısında yeni alınan halka arz proje sayısı 8 iken, bu sayı 2020 yılının aynı döneminde 14'e çıkmıştır.

2020 yılının ikinci çeyreğinde bir şirketin halka arzı ile bir borsa yatırım fonu halka arzı

gerçekleşmiştir. Böylece yılın ilk yarısında toplam şirket halka arz sayısı 2'ye, borsa yatırım fonu ihracı ise 4'e çıkmış, böylece tamamlanan birincil halka arz sayısı 6 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)			
	2019/06	2019/12	2020/06
Birincil Halka Arz	2	6	6
İkincil Halka Arz	0	0	0
Tahvil-Bono İhracı	595	1,145	579
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	2	2	5
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	6	17	6
Finansal Ortaklık	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	1	1	1
Sermaye Artırımı	15	34	14
Temettü Dağıtımı	23	41	20
Özelleştirme- Alış Tarafı	1	1	1
Özelleştirme- Satış Tarafı	2	2	2
Diğer Danışmanlık	56	113	76
Toplam	703	1,362	710

Kaynak: TSPB

VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hizmeti sunabilmektedir. İncelenen kurumlardan yalnızca 19 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir.

Aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında yönettiği portföy büyüklüğü geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %39 artarak 2020 Haziran sonunda 3,3 milyar TL olmuştur.

2020 Haziran sonu itibarıyla 19 aracı kurum tarafından 4.787 gerçek ve tüzel kişiye

portföy yönetimi hizmeti verilmektedir. Müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

2019 yıl sonuna kıyasla, tüzel yatırımcı sayısı %19 artarken, bu yatırımcıların portföyü ise aynı dönemde bir kurumun etkisiyle %35 azalarak 1,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Aracı kurumlardan portföy yönetimi hizmeti alan bireysel yatırımcıların portföyü ise, 2019 yıl sonuna kıyasla %7 artarak 2,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi			
	2019/06	2019/12	2020/06
Yatırımcı Sayısı	4,342	4,930	4,787
Tüzel	206	130	155
Gerçek	4,136	4,800	4,632
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	2,392	3,780	3,333
Tüzel	667	1,710	1,116
Gerçek	1,726	2,071	2,216

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

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

Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, 2020 Mart sonuna göre kıyaslandığında 2020 Haziran sonunda %64 artarak 4,3 milyar TL olmuştur. Bu durum, son çeyrekte sektör genelinde müşterilerin kredili işlemlerinde artış görülmesinden kaynaklanmıştır.

Kredili işlem bakiyesi en yüksek altı kurum, toplam kredili işlem bakiyesinin yarısını oluşturmaktadır.

Kredi kullanan yatırımcı sayısı ise 2019 yılı Haziran sonuna göre, son dönemde yeni

gelen yatırımcılarla birlikte 6.506 kişi artarken, yatırımcı başına kredi hacmi de %48 artmıştır. Bu artış büyük oranda üç kurumun müşterileri tarafından kullandırılan kredi bakiyesi nedeniyle gerçekleşmiştir. Bununla beraber, kurum bazında ortalama kişi başına düşen kredi bakiyelerinin 6.000 TL ile 1,6 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 verilere dâhil değildir.

Tablo 9: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri			
Yatırımcı Sayısı	2019/06	2019/12	2020/06
Kredi Hacmi (mn. TL)	1,768	2,752	4,280
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	10,157	11,895	16,663
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	174,048	231,348	256,876

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır. Bu dönem verileri derlenen yatırım bankasının merkez dışı birimi bulunmamaktadır. 2019 yılının ilk yarısından bu yana 20 şube kapanmıştır. İrtibat bürosu sayısı ise aynı dönemde 19 artmıştır.

Tablo 10: Erişim Ağı			
	2019/06	2019/12	2020/06
Şubeler	289	277	269
İrtibat Büroları	54	64	73
Acente Şubeleri	9,420	9,332	9,292
TOPLAM	9,763	8,740	9,634

Kaynak: TSPB

2020 Haziran sonu itibarıyla 38 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 iki aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir. 2020 yılı Haziran sonunda acente şubeleri sayısı 2019 yılı aynı dönemine göre 128 azalarak 9.292 olmuştur. Yılın ilk altı ayı boyunca bir kurum yeni acentelik sözleşmesi yapmıştır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

2020 Haziran ayı sonunda toplam personel sayısı 2019 yıl sonuna göre 98 kişi artarak 5,062 olmuştur. Müşterilerin işlem hacimlerindeki ciddi artış ile kıyaslandığında, çalışan sayısındaki artışın sınırlı kalma sebebinin, işlemlerin internet üzerinden yapılması olduğu düşünülmektedir.

2020 yılının ilk yarısında 2 kurumun (28 kişi ile Alnus ve 24 kişi ile İnfo) olurken personel satısındaki yükseliş, toplam artışın yarısını oluşturmuştur. En fazla personel azalışı 1 adet şubesini kapatan Marbaş (22 kişi)'ta görülmüştür.

İncelenen yatırım kuruluşlarında, 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 yarısından fazlası bu üç birimde çalışmaktadır. Yılın ilk yarısında en çok personel

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

artışı yurtiçi pazarlama departmanında gerçekleşmiştir. Bu artışta iki kurumun yurtiçi pazarlama departmanındaki işe alımlarının etkisi büyüktür.

Tablo 11: Kurumların Çalışan Sayısı

	2019/06	2019/12	2020/06
Kadın	2,059	2,112	2,101
Erkek	2,836	2,852	2,961
Toplam	4,895	4,964	5,062

Kaynak: TSPB

Tablo 12'de, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı verilmektedir. Ortalama çalışan sayısının en fazla olduğu departman 20 kişi ile yurtiçi satış ve pazarlama birimi olup, ardından gelen mali işler biriminde ortalama çalışan sayısı 11 olmuştur.

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	
	2019	2020/06	2019	2020/6
Şube ve İrtibat Bürosu	1,673	1,716	5	5
Şube	1,287	1,304	5	5
İrtibat Bürosu	386	412	6	6
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	783	843	19	20
Broker	82	77	2	2
Dealer	224	222	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	153	150	5	5
Hazine	134	134	4	4
Portföy Yönetimi	36	32	2	2
Kurumsal Finansman	138	135	4	4
Araştırma	179	174	4	4
Mali ve İdari İşler	661	686	10	11
İç Denetim-Teftiş	203	189	3	3
İnsan Kaynakları	69	67	2	2
Bilgi İşlem	253	268	4	5
Diğer	376	369	7	7
Toplam	4,964	5,062	88	90

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 bulunduğu, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.

Tablo 13'te gösterildiği üzere yatırım kuruluşlarının toplam varlıkları artan ticari alacaklar ve finansal yatırımlarla birlikte 2020 yılının ilk yarısında 2019 sonuna göre %22 artarak 33 milyar TL olmuştur.

Likit bir aktif yapısına sahip sektörün varlıklarının 31 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 10 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 15 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. 2019 sonu itibarıyla yatırım kuruluşlarının ellerinde bulundurdukları varlıkların %20'si yabancı para cinsinden iken, 2020 yılının ilk yarısında bu oran %10'a gerilemiştir. Bununla beraber, yükümlülükler incelendiğinde döviz cinsinden yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerdeki payının 1 puan artarak %8 civarına yükseldiği görülmektedir. Dolar bazında bakıldığında 2019/12 ve 2020/06 arasında döviz cinsinden yükümlülüklerin %27 oranında arttığı hesaplanmaktadır.

Nakit ve nakit benzerleri 2019 sonuna göre %7 azalarak 10 milyar TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli ticari alacaklar ise, yatırım kuruluşlarının Takasbank ve müşterilerin takasla ilgili alacaklarını artırması ile kredili işlem bakiyesindeki büyüme neticesinde karşılaştırılan dönemde %55 büyüyerek 15,5 milyar TL olmuştur. Ayrıca, müşterilere borçların artışıyla

birlikte kısa vadeli ticari borçlar %50 büyümüş 14,1 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 13: Özet Bilanço (milyon TL)			
	2019/06	2019	2020/06
Dönen Varlıklar	23,135	25,147	31,261
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,443	10,810	10,092
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,726	2,890	4,022
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	8,381	10,061	15,585
Diğer	1,585	1,386	1,562
Duran Varlıklar	1,725	2,048	1,958
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	960	1,165	958
Diğer	765	883	1,000
TOPLAM VARLIKLAR	24,860	27,195	33,219
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,934	19,251	24,064
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7,493	8,648	8,747
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	8,675	9,452	14,149
Diğer	766	1,152	1,167
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,273	341	322
Özkaynaklar	6,652	7,603	8,834
Ödenmiş Sermaye	2,471	2,567	2,674
Sermaye Düzeltmesi Farkları	249	246	229
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	8	8	9
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	378	438	313
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	650	655	801
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	2,006	1,962	2,983
Net Dönem Kârı/Zararı	890	1,728	1,833
TOPLAM KAYNAKLAR	24,860	27,195	33,219

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 14'te görüldüğü üzere aracı kurumların 13 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatın oluşturduğu görülmektedir.

Yatırım kuruluşlarının kısa vadeli portföyleri karşılaştırılan dönemde pay senetleri yatırımlarının katkısıyla hafif büyümüştür. Repo ve mevduat bakiyesi 1 milyar TL azalırken pay

senedi bakiyesi dikkat çekici şekilde birkaç kurumun katkısıyla 1,5 milyar TL artmıştır.

Haziran 2020'de özel sektör sabit getirili menkul kıymet yatırımları 2019 sonuna göre %47 artarak 900 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Diğer finansal varlıklardaki azalış, bir kurumun üç aydan uzun vadeli mevduatını azaltması ve bir diğer kurumun ise yatırım fonu varlığını azaltmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 14: Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2019/06	2019	2020/06
Repo ve Mevduat	10,866	10,143	9,116
Kamu SGMK	277	568	561
Özel SGMK	646	612	900
Pay Senedi	471	695	2,192
Diğer	332	1,015	369
Toplam	12,592	13,033	13,138

Kaynak: TSPB

Yatırım kuruluşlarının 24 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 9 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu kısa vadeli borçlanmaların 4 milyar TL'si para piyasasına borçlar, 2 milyar TL'si çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 2,5 milyar TL'si banka kredilerinden oluşmaktadır.

Para piyasasına borçlar Haziran 2020 itibarıyla 2019 sonuna göre 450 milyon TL artarken, banka kredileri 740 milyon TL artmıştır. Yatırım kuruluşlarının çıkarılmış tahvil, bono ve senetler yoluyla elde ettiği kısa vadeli kaynaklar ise Haziran 2020 itibarıyla 1 milyar TL azalmıştır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin 14 milyar TL'si ise ticari alacaklar altında sınıflanan müşterilerden alacaklar ve kredili müşterilerden alacaklar kalemindeki artışın yansımasıyla oluşan kurumların büyük ölçüde menkul kıymet ve takas pozisyonlarına işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Yatırım kuruluşlarının toplam özkaynakları ise geçmiş yıl kârlarının artışına bağlı olarak 2019 sonuna göre 1,2 milyar TL artarak 8,8 milyar TL olmuştur.

GELİR TABLOSU

2020 yılının ilk yarısında kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %59 artarak 3,4 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Toplam gelirlerin büyümesinde, işlem hacimlerindeki artışla, aracılık gelirlerindeki keskin artış etkili olmuştur. Ayrıca, yatırımcıların alternatif getiri arayışıyla birlikte kurumların yatırım fonu dağıtım ve varlık yönetimi gelirleri %46 büyümüştür.

Toplam gelirlerin %65'ini oluşturan aracılık gelirleri müşteri ile yapılan pay senedi ve vadeli işlem hacminin önceki yılın aynı dönemine kıyasla dikkat çekici şekilde artmasıyla karşılaştırılan dönemde %138 artarak 2,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Verilere çeyrekler itibarıyla bakıldığında, salgın nedeniyle evde vakit geçirmenin yaygınlaştığı yılın ikinci çeyreğinde işlem hacmindeki artışla birlikte,

aracılık gelirlerinin önceki çeyreğe göre yaklaşık %24 artış sergilediği görülmüştür.

2020 yılı ilk yarısında müşterilerin pay senedi işlem hacmi önceki yılın aynı dönemine göre %162 artarken, pay senedi aracılığından elde edilen net gelir (komisyon iadeleri düşülmüş) %179 artmıştır. Sektörün kuruma kalan efektif ortalama komisyon oranı pay senetleri için önceki yılın aynı dönemine göre hafif artarak %0,0332 oranına çıkmıştır. Bu gelişmede ilk defa hisse senedi işlemi yapmak üzere yatırım hesabı açan müşterilerin komisyon oranının nispeten daha yüksek olması etkili olabilir.

Diğer taraftan, müşterilerin vadeli işlem hacmi ise %83 artarken, bu işlemlerden elde edilen gelirler %59 ile sınırlı artmıştır.

Tablo 15: Toplam Gelirler (milyon TL)

	2019/06	2020/06	Değişim
Aracılık Gelirleri	917	2,178	137.6%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	529	463	-12.4%
Kurumsal Finansman Gelirleri	170	180	5.7%
Yatırım Fonu Dağıtım ve Varlık Yönetimi Gelirleri	24	36	45.8%
Müşteri Faiz Gelirleri	315	275	-12.9%
Diğer Gelirler	155	231	49.2%
Toplam	2,110	3,362	59.3%

Kaynak: TSPB

Tablo 16: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2019/06	2020/06	Değişim
Pay Senedi	519	1,449	179.3%
Türev İşlem	169	268	58.9%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	36	48	31.2%
Yabancı Menkul Kıymet	24	78	218.0%
Kaldıraçlı İşlem	169	336	98.9%
Toplam	917	2,178	137.5%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler ise, 2020 yılının ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine göre %6 artışla 180 milyon TL olmuştur.

Tahvil ihraç büyüklüğündeki belirgin artışın katkısıyla halka arz/ihraç gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre %12 artarak 130 milyon

TL olmuştur. Pay senedi halka arz gelirleri ise sınırlı kalmıştır.

Bu dönemde şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 23 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 15 milyon TL'lik diğer danışmanlık gelirlerinin 10 milyon TL'si bir kurumdan kaynaklanmaktadır.

Tablo 17: Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2019/06	2020/06	Değişim
Halka Arz – Tahvil İhraç	116	130	11.7%
Şirket Satın Alma-Birleşme	32	23	-28.5%
Diğer Finansmana Aracılık	18	10	-46.2%
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	2	3	2.2%
Diğer Danışmanlık	2	15	796.5%
Toplam	170	180	5.7%

Kaynak: TSPB

Yeniden Tablo 15'te sunulan toplam gelirlere dönecek olursak, kredi bakiyesindeki artışa rağmen, faizlerdeki düşüşle birlikte 2020 yılının ilk yarısında müşteri faiz gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre %13 azalarak 275 milyon TL'ye gerilemiştir.

2020 yılı ilk yarısında özel portföy yönetimi müşterisi gerçek ve tüzel yatırımcıların portföyleri önceki yılın aynı dönemine göre %38 büyümüştür. Bu faaliyetten elde edilen geliri de içeren varlık yönetimi ve yatırım fonu dağıtım gelirleri karşılaştırılan dönemde %46 artarak 36 milyon TL olmuştur.

Diğer gelirler kalemindeki 174 milyon TL bir aracı kurumun yüksek frekanslı işlem yapan müşterilerine sunmuş olduğu hizmetten elde ettiği yan gelirlerden ve başka bir aracı kurumun yurtdışındaki ana ortağına sunduğu yatırım danışmanlığı, pazar araştırması gibi faaliyetlerden elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır.

2020 yılının ilk yarısında kurumların toplam giderleri ise, önceki yılın aynı dönemine göre %25 artarak 1,5 milyar TL olmuştur. 330 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %77'sini pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve

VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tescil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %58'ini personel giderleri oluşturmaktadır. Toplam personel gideri 2020 yılı ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine göre %19 artarak 672 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Haziran sonunda 5.062 kişinin istihdam edildiği sektörde çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri geçen yılın aynı dönemine göre %15 artarak 22.303 TL olmuştur.

Tablo 18: Giderler (milyon TL)

	2019/06	2020/06	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	211	330	56.7%
İşlem Payları	148	253	70.6%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	62	77	23.6%
Genel Yönetim Giderleri	979	1,157	18.1%
Personel Giderleri	567	672	18.5%
Amortisman Giderleri	47	54	16.7%
İtfa Payları	6	11	69.1%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	6	14	139.0%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	21	23	11.6%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	54	74	36.5%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	277	308	10.9%
Toplam	1,190	1,487	25.0%

Kaynak: TSPB

2020 yılının ilk yarısında kurumların aracılık gelirleri, tüm piyasalarda elde edilen gelirlerin büyümesine bağlı olarak dikkat çekici şekilde artmıştır. Bu keskin artışla toplam gelirler (brüt kâr) önceki yılın aynı dönemine göre %59 artarak 3,4 milyar TL olurken, giderler %25 artışla 1,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Bazı kurumların kur farkı gelirlerini muhasebeleştirdiği net faaliyet gelirleri (diğer faaliyet gelirleri ile diğer faaliyet giderleri farkı) fazla değişmezken, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerindeki sınırlı artış nedeniyle faaliyet kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %96 artarak 991 milyon TL'den 1,95 milyar TL'ye çıkmıştır.

Tablo 19: Gelir Tablosu (milyon TL)

	2019/06	2020/06	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	233,860	290,648	24.3%
Satışların Maliyeti	-231,750	-287,286	24.0%
Brüt Kâr/Zarar	2,110	3,362	59.3%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-211	-330	56.6%
Genel Yönetim Giderleri	-979	-1,157	18.1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	-0.3	184.7%
Diğer Faaliyet Gelirleri	261	306	17.0%
Diğer Faaliyet Giderleri	-191	-236	23.4%
Faaliyet Kârı/Zararı	991	1,945	96.3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3	1	-70.7%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-1	13814.7%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	13	21	68.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	1,006	1,967	95.4%
Finansman Gelirleri	1,306	861	-34.1%
Finansman Giderleri	-1,191	-515	-56.8%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	1,122	2,313	106.2%
Vergi Gelir/Gideri	-232	-480	106.6%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-205	-432	111.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-28	-48	71.4%
Dönem Kârı/Zararı	890	1,833	106.1%

Kaynak: TSPB

Çoğunlukla kurumların finansal yatırımlarına ilişkin net faiz gelirleri, temettü gibi finansal gelirler ile değer artışlarının muhasebeleştiği net finansman gelirleri, 2020 yılı ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine göre 3,5 katına çıkarak 346 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Net finansman gelirlerinin artışında etkili olan en büyük gelişme faiz gelirleri 114 milyon TL azalmasına rağmen, geçen yılın aynı dönemine kıyasla finansman maliyetinin düşüşüne bağlı olarak faiz giderlerinin de 526 milyon TL azalması olmuştur. Diğer taraftan, 2019/06 döneminde türev işlem pozisyonundan da kaynaklı olarak elde ettiği yüksek tutarlı diğer

gelir ve kârlarının bu döneme göre azalması net finansman gelirlerinin artışını sınırlamıştır.

Sonuç itibarıyla, 2020 yılı ilk yarısında aracılık gelirlerindeki dikkat çekici artışa bağlı olarak faaliyet gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre 1,2 milyar TL kadar artmıştır. Ayrıca, net finansal gelirlerdeki artış faaliyet gelirlerindeki artışı kuvvetlendirmiştir. 2020 yılı ilk yarısında verisi derlenen kurumların kârı bir önceki yıla göre %106 artarak 1,8 milyar TL olmuştur.

Tablo 20: Net Dönem Kâr/Zarar

	2019/06	2020/06
Kurum Sayısı	65	61
Kâr Eden Kurum Sayısı	55	51
Zarar Eden Kurum Sayısı	10	10
Net Kâr	890	1,833
Toplam Kâr (milyon TL)	940	1,847
Toplam Zarar (milyon TL)	-51	-13
Karlılık*	42.2%	54.5%
Özsermaye Karlılık Oranı	23.8%	34.1%

Kaynak: TSPB

*Net Kâr/Brüt Kâr

2020 yılının ilk yarısında en çok kâr eden kurum İş Yatırım (348 milyon TL) olurken, sırasıyla ilk 5 kurum (İş Yatırım, Garanti Yatırım, Ak Yatırım, Yapı Kredi Yatırım ve Ziraat Yatırım) sektör kârının yarısını oluşturmuştur.

Karlılıkta önemli artış olmasına rağmen kar eden/zarar eden kurum kompozisyonu değişmemiştir. İncelenen 60 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından 51'si bu dönemde kâr etmiştir. 2020 yılının ilk yarısında sektörün özsermaye kârlılık oranı kâr artışıyla önceki yılın aynı dönemine göre 10 puan artarak %34,1 oranında gerçekleşmiştir.

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2020/06

Onur Saltürk

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2020 yılının ilk yarısına 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 hizmeti sunmaktadır.

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.

Haziran 2020 sonu itibarıyla 49 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinden biri portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden bu kurumun kendi yönettiği portföy bulunmamaktadır. Faaliyete yeni geçen dört portföy yönetim şirketi ise henüz fon yönetmemektedir. Sonuç olarak portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 44'tür.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (2020/06)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	42	624	164,181
Emeklilik Yatırım Fonu	25	404	148,415
Bireysel Portföy Yönetimi*	27	2,769	34,454
Yatırım Ortaklığı	7	12	634
Toplam	44	3,809	347,683

Kaynak: TSPB

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

Bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü son 1 yılda %57 artarak 348 milyar TL'ye ulaşmıştır. 404 adet emeklilik fonu toplam portföy büyüklüğünün %43'ünü oluşturmaktadır.

Yatırım fonları portföyü de son bir yılda %87 yükselerek 2020'nin ilk yarısı itibarıyla toplam portföyün %47'sini teşkil eder hale gelmiştir.

Haziran 2019'dan bu yana yatırım fonu sayısı 528'den 624'e çıkarken emeklilik

yatırım fonu sayısı 407'den 404'e gerilemiştir. Yatırım fonu sayısındaki artışın temel nedeni serbest yatırım fonu sayısındaki hızlı yükseliştir. Önemli bölümü

eurobond yatırımları yapan bu fonların sayısı aynı dönemde 139'dan 219'a çıkmıştır.

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)	2019/06	2019	2020/06
Yatırım Fonları	87,590	127,292	164,181
Emeklilik Yatırım Fonları	106,598	127,577	148,415
Bireysel Portföy Yönetimi	26,398	28,713	34,454
Gerçek Kişi	6,849	8,007	10,415
Tüzel Kişi	19,549	20,705	24,039
Yatırım Ortaklıkları	5537	644	634
Toplam	221,123	284,225	347,683

Kaynak: TSPB

2020'nin ilk yarısı itibarıyla portföy yönetimi yapan 44 kurumun 14'ü banka kökenlidir. Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %87'sini yönetmektedir.

Haziran 2020 itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip tümü banka kökenli ilk 5 kurum (sırasıyla Ziraat, İş, Ak, Yapı Kredi ve Garanti Portföy) toplam yönetilen portföyün %74'ünü oluşturmaktadır.

Tablo 3: Yönetilen Portföy Adedi	2019/06	2019	2020/06
Yatırım Fonları	528	553	624
Emeklilik Yatırım Fonları	407	406	404
Bireysel Portföy Yönetimi	2,433	2,427	2,769
Gerçek Kişi	2,188	2,202	2,507
Tüzel Kişi	245	225	262
Yatırım Ortaklıkları	11	12	12
Toplam	3,379	3,398	3,809

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

2020'nin ilk yarısı itibarıyla yatırım fonu yöneten 42 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü bu dönem Haziran 2019'a göre 77 milyar TL artarak 164 milyar TL olmuştur.

Yatırım fonu yöneten şirketler arasında toplam yönetilen yatırım fonlarının %47'si 3 şirket (İş, Ziraat ve Ak Portföy) tarafından yönetilmektedir.

MKK verilerine göre toplam yatırım fonu yatırımcı sayısı önceki yıla göre 96.068 artarak artarak 3,1 milyona yaklaşmıştır. Bu yatırımcıların önemli büyüklüğünü oluşturan bireysel yatırımcılar toplam yatırım fonu portföy büyüklüğünün %72'sini meydana getirmektedir.

Tablo 4: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)

	2019/06	2019	2020/06
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	70,112	98,635	119,007
Gayrimenkul Yatırım Fonu	5,613	6,842	7,201
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	1,081	1,516	2,015
Borsa Yatırım Fonu	272	292	2,279
Serbest Yatırım Fonu	10,511	20,007	33,679
Toplam	87,590	127,292	164,181
<i>Özel Fon</i>	<i>7,438</i>	<i>13,344</i>	<i>16,442</i>

Kaynak: TSPB

Yatırım fonları, menkul kıymet yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, borsa yatırım fonları ile serbest yatırım fonlarından meydana gelmektedir.

Menkul kıymet yatırım fonlarının toplam yatırım fonlarındaki ağırlığı Haziran 2019'da %80 iken bu oran 2020 yılının iHaziran ayı itibarıyla %72'ye inmiştir. Bu dönemde serbest yatırım fonlarındaki istikrarlı artış bu fonların toplamdaki ağırlığının %12'den %21'e çıkmasına neden olmuştur.

Serbest yatırım fonlarının sayısı 2020'nin ilk yarısı itibarıyla 2019'un aynı dönemine göre 70 adet artarak 219'a çıkarken bu fonların portföy büyüklüğü ise 2 kattan

fazla artarak 34 milyar TL olmuştur. Hem Türk lirası hem de döviz mevduat faizlerinin 2019'un ikinci yarısında hızla düşüşe geçmesi yatırımcıların alternatif yatırım aracı arayışına girmesine neden olmuştur. Bu dönemde döviz cinsinden işlem gören döviz serbest yatırım fonları cazip bir alternatif sunarak yatırımcıların bu kıymetlere yönelmesini sağlamıştır.

Yeni kurulmaya başlandığı 2016 sonunda, 3 adet gayrimenkul fonu 85 milyon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2020'nin ilk yarısı itibarıyla 14 portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen gayrimenkul yatırım fonu sayısı 42'ye çıkmış, bu fonların büyüklüğü ise 7 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

Tablo 5: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (milyon TL)

	2020 Başı Portföy Büyüklüğü	2020 Ocak – Haziran Net Sermaye Girişi	2020 Ocak – Haziran Değer Artışı	2020 Haziran Sonu Portföy Büyüklüğü
Para Piyasası	39,903	-372	1,564	41,095
Serbest	21,870	16,333	2,059	40,261
Borçlanma Araçları	27,493	3,612	1,429	32,533
Değişken	10,153	981	629	11,764
Gayrimenkul	6,405	107	226	6,737
Hisse Senedi	5,771	1,602	613	6,012
Fon Sepeti	3,796	2,643	406	5,700
Katılım	2,652	-828	306	5,249
Kıymetli Madenler	1,225	1,530	611	3,366
Girişim Sermayesi	1,585	356	201	2,142
Korumalı	919	14	80	1,013
Karma	566	153	41	759
Genel Toplam	122,337	26,129	8,163	156,630

Kaynak: MKK

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarının sayısı aynı dönemde 27'ye çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 2 milyar TL'yi aşmıştır.

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 5'te sunulan MKK'da saklanan portföy büyüklüğü (157 milyar TL) Birliğimizin derlediği tutardan (163 milyar TL) düşüktür.

Tablo 6: Menkul Kıymet Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı

	2019	2020/06
ÖSBA	20,487	36,563
Repo	25,076	28,480
Eurobond	13,485	25,550
Pay	8,837	14,432
Mevduat	23,640	12,303
DİBS	10,517	10,353
Kira Sertifikası	5,932	7,818
Altın	611	2,051
Diğer*	5,460	10,089
Toplam	114,046	147,639

Kaynak: Takasbank

*Takasbank Para Piyasası, diğer fon katılma payları, vadeli işlem nakit teminatları içermektedir.

Tablo 5'te gösterildiği üzere 2020 yılında yatırım fonlarındaki en büyük artış 16 milyar TL ile serbest yatırım fonlarında gerçekleşmiştir. Serbest yatırım fonlarına

Emeklilik Yatırım Fonları

Haziran 2020 itibarıyla 25 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. 2020'nin ilk yarısında emeklilik yatırım fonları büyüklüğü otomatik katılım sistemi (OKS) fonları dâhil olmak üzere 2019 sonuna göre 21 milyar TL büyüyerek 148 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2017 yılında devreye giren ve kademeli olarak kapsamı genişletilen otomatik

olan yatırımcı ilgisi eurobondların fon bünyesinde alınmasıyla elde edilen vergisel avantaj yanında döviz cinsinden yatırımda bulunmak isteyen yatırımcıların bu fonlar sayesinde döviz tevdiat hesaplarından daha dolgun getiri elde edebilmesinden kaynaklanmaktadır.

Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen, portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen özel fonların büyüklüğü ise son 1 yılda 2 katından fazla artarak 16 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde özel fon sayısının da 93'ten 129'a çıktığı görülmektedir.

Takasbank'tan temin edilen menkul kıymet yatırım fonlarının dağılımı Tablo 6'da verilmektedir. Yatırım fonu verilerine gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları dahil değildir. Menkul kıymet yatırım fonlarının önemli bölümünün kısa vadeli enstrümanlardan meydana geldiği görülmektedir. Mevduat faizlerindeki düşüşe paralel olarak 2020'nin ilk yarısında mevduatta değerlendirilen tutar 11 milyar TL azalırken toplam dağılımdaki ağırlığı %21'den %8'e gerilemiştir. Serbest yatırım fonlarına olan ilginin de etkisiyle menkul kıymet yatırım fonu portföylerinde yer alan eurobond büyüklüğü ise Türk lirası cinsinden %89 artışla 26 milyar TL'nin üzerinde çıkmıştır.

katılım sistemindeki fon büyüklüğü toplam emeklilik yatırım fon büyüklüğünün 9,7 milyar TL'sini oluşturmaktadır. 2020'nin ilk yarısı itibarıyla sistemdeki toplam katılımcı sayısı 5,5 milyon kişidir. İlk beş kurum (Ziraat, Ak, İş, Yapı Kredi ve Garanti Portföy) toplam emeklilik yatırım fonlarının %83'ünü yönetmektedir.

Tablo 7: Emeklilik Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı

	2019	2020/06
DİBS	38,184	41,080
Kira Sertifikası	17,469	29,718
Pay	18,539	20,882
Eurobond	16,774	19,525
ÖSBA	10,114	14,150
Mevduat	6,016	8,556
Repo	10,715	5,536
Altın	4,845	4,503
Diğer*	5,031	4,815
Toplam	127,687	148,764

Kaynak: Takasbank

*Takasbank Para Piyasası, diğer fon katılma payları, vadeli işlem nakit teminatları içermektedir.

Takasbank'tan alınan emeklilik yatırım fonu portföy içerik dağılımı Tablo 6'da sunulmaktadır.

Kamu kira sertifikalarındaki artışla 2020'nin ilk yarısı itibarıyla emeklilik yatırım fonu portföylerindeki kira sertifikası büyüklüğü 12 milyar TL yükselişle 29 milyar TL'yi aşmıştır. Aynı dönemde repo bakiyesi 5 milyar TL azalmış, toplam portföydeki payı 2019 sonunda %8'den Mart 2020 sonunda %4 seviyesine gerilemiştir. Pay senetlerinin ağırlığı yatırım fonlarında %14 ile yatırım fonlarındaki payın (%10) üzerindedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

Haziran 2020 itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 27 kurum bulunmaktadır. İlgili dönemde 2.507 gerçek, 262 tüzel kişinin toplamda 35 milyar TL'lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır.

Bu dönemde portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların %44'ü üç portföy yönetim

şirketinden birine (sırasıyla en yüksek Azimut, Yapı Kredi ve Tacirler) yöneldiği görülmektedir.

Bireysel portföy yönetimi en yüksek üç kurum (Ziraat, Ak ve Azimut Portföy) portföyün %64'ünü yönetmektedir. Bireysel portföy yönetimi faaliyetlerinde ilk beşte yer alan bağımsız iki kurum (Azimut ve İstanbul Portföy) toplam portföyün %22'sini yönetmektedir.

Tablo 8: Bireysel Portföy Yönetimi (mn. TL)

	Kolektif Yatırım Araçları	Diğer Yatırım Araçları	Toplam
Gerçek Kişi	5,781	4,634	10,415
Tüzel Kişi	5,098	18,941	24,039
Toplam	10,879	23,575	34,454

Kaynak: TSPB

Birliğimiz bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayrıştırarak derlemektedir. Bu doğrultuda incelendiğinde, 2.507 gerçek kişinin özel

portföy yönetimi kapsamında yönetilmekte olan 10 milyar TL'lik yatırımlarının %56'sı yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Aynı oran 24 milyar TL'lik tüzel kişi portföyünde daha düşük olup %21'dir.

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri

münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49

adet yatırım ortaklığının 12'si portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır. Yatırım ortaklığı toplam portföyünün %89'u menkul kıymet yatırım ortaklıklarından meydana gelmektedir.

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü 2020'nin ilk yarısında 2019 sonuna göre

10 milyon düşüşle 634 milyon TL'ye inmiştir.

Yatırım ortaklığı portföy büyüklüğündeki düşüşün kayda değer bölümü 9 milyon TL ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarından kaynaklanırken gayrimenkul yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü 2 milyon TL artışla 15 milyon TL'yi aşmıştır.

Tablo 9: Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)

	2019/06	2019	2020/06
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	501.8	566.5	563.8
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	8.0	12.8	15.2
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	27.3	64.5	54.6
Toplam	537.1	643.8	633.6

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

2019 yılında Halk ve Vakıf Portföy'ün faaliyetlerinin sona ermesiyle sektörde çalışan sayısı azalsa da yeni kurumların faaliyete geçmesiyle 2020 Haziran sonu itibarıyla çalışan sayısı 760 olmuştur. Sektörde toplam çalışan sayısının yalnızca %36'sını kadınlar oluşturmaktadır.

49 portföy yönetim şirketi arasında çalışan sayısı sıralamasında 50 ve üzeri çalışana sahip olan 3 kurumun (İş, Yapı Kredi 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 13 kurum bulunmaktadır. Sektör geneline bakıldığında ortalama çalışan sayısı 16'dır.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %33'ünün lisansüstü diploması (yüksek

lisans ve doktora) bulunmaktadır. Ayrıca çalışanların %45'i 15 yıl ve üstü tecrübeye sahiptir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 10'da 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.

2020'nin ilk yarısı itibarıyla çalışanların %27'si (205 kişi) portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan 11 portföy yönetim şirketlerinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir.

Tablo 10: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar

	Çalışan Sayısı			Ortalama Çalışan Sayısı		
	2019/06	2019/12	2020/06	2019/06	2019/12	2020/06
Genel Müdür	52	48	47	1	1	1
Portföy Yönetimi	207	204	205	5	5	5
Yurtiçi Satış	69	76	92	4	4	5
Yurtdışı Satış	6	2	4	2	2	2
Yatırım Danışmanı	15	15	16	2	2	2
Araştırma	35	39	36	1	2	2
Risk Yönetimi	31	33	34	1	1	1
Fon Hizmet ve Operasyon	67	67	70	2	3	3
Mali ve İdari İşler	107	108	107	2	2	2
İç Denetim-Teftiş	62	61	61	2	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	4	1	1	1
Bilgi İşlem	13	14	14	2	2	2
Diğer	69	66	70	2	2	2
Toplam	738	738	760	14	15	16

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

2020'nin ilk yarısında portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 2019 sonuna

göre %9 artarak 1,3 milyar TL'ye yükselmiştir.

Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

	2019/06	2019	2020/06
Dönen Varlıklar	813.0	1,034.3	1,168.7
Nakit ve Nakit Benzerleri	344.7	419.4	408.0
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	333.5	418.4	558.5
Diğer Dönen Varlıklar	134.8	196.4	202.2
Duran Varlıklar	94.2	104.9	77.0
Maddi Duran Varlıklar	25.7	26.8	30.6
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	11.7	14.6	16.0
Diğer Duran Varlıklar	56.8	63.6	30.4
TOPLAM VARLIKLAR	907.2	1,139.2	1,245.7
Kısa Vadeli Yükümlülükler	78.2	74.1	78.2
Uzun Vadeli Yükümlülükler	43.3	47.2	48.6
Özkaynaklar	785.8	982.2	1,066.7
Ödenmiş Sermaye	390.8	383.4	401.2
Sermaye Düzeltmesi Farkları	11.0	7.4	9.7
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	7.7	7.7
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-2.6	0.1	1.7
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	89.1	83.5	103.9
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	183.5	181.9	327.6
Net Dönem Kârı/Zararı	108.6	318.3	245.7
TOPLAM KAYNAKLAR	907.2	1,139.2	1,245.7

Kaynak: TSPB

Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %94'i dönen varlıklardan meydana gelmektedir. Özkaynaklar ise toplam varlıkların %86'ını oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların %57'si beş kura (Garanti, İş, Ak, Ziraat ve Yapı Kredi Portföy) aittir.

Esas Faaliyet Gelirleri

Portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kalemdedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2019'un ilk yarısı ile kıyaslandığında portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonu gelirleri %35 artışla 62 milyon TL'ye yaklaşmıştır. Bu sınırlı yükselişe karşın, portföy büyüklüğündeki artışa paralel olarak yatırım fonlarından elde edilen gelir iki katına çıkarak 400 milyon TL olmuştur. Sonuç olarak, 2020'nin ilk yarısında portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler geçen yılın aynı

2020'nin ilk yarısında sektör genelindeki nakit ve nakit benzerleri 2019 sonuna göre 11 milyon TL azalarak 408 milyon TL olmuştur. Bu dönemde kısa vadeli finansal yatırımlar 2019 sonuna göre 140 milyon TL artarak 559 milyon TL'ye yükselmiştir.

dönemine göre %126 oranda artış göstererek 246 milyon TL olmuştur. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden önceki yıllarda olduğu gibi kayda değer gelir elde edilmemiştir.

Yatırım Fonları

2020 yılının ilk yarısında iki katına çıkan yatırım fonlarından elde edilen gelirler toplam gelirlerin %83'ünü oluşturmuştur.

2020'nin ilk yarısında yatırım fonu portföyünün %72'sini oluşturan menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen gelirdeki artış %104 olurken serbest yatırım fonlarından elde edilen gelir portföy büyüklüğündeki artışa paralel olarak %223 artarak 60 milyon TL olmuştur.

Tablo 12: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

	2019/06	2020/06	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	264.8	484.4	82.9%
Kolektif Portföy Yönetimi	245.8	464.8	89.1%
Emeklilik Yatırım Fonları	45.8	61.7	34.6%
Yatırım Fonları	197.8	399.9	102.2%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	146.3	298.3	103.9%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	23.9	28.3	18.7%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	8.6	12.0	39.9%
Borsa Yatırım Fonları	0.5	1.6	206.5%
Serbest Yatırım Fonları	18.5	59.7	223.1%
Yatırım Ortaklıkları	2.2	3.2	42.1%
Bireysel Portföy Yönetimi	19.0	19.6	3.1%
Gerçek Kişi	7.2	8.7	21.1%
Tüzel Kişi	11.8	10.8	-8.0%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	1.9	2.2	14.4%
Fon Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	-
TOPLAM	266.8	486.6	82.4%

Kaynak: TSPB

Birliğimizin son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde ettiği yıllık ortalama komisyon gelirleri Tablo 13'te incelenmektedir. Yatırım fonlarında portföy yönetim şirketlerinin elde ettiği ortalama komisyon oranı %0,57 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 13: Portföy Yön. Komisyon Oranı*	
	Toplam
Yatırım Fonu	0.57%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.10%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.14%
Yatırım Ortaklığı	0.99%
Toplam	0.31%

Kaynak: TSPB

*Yıllıklandırılmış.

Emeklilik Yatırım Fonları

Emeklilik yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 148 milyar TL ile yatırım fonları portföy büyüklüğünden sadece 16 milyar TL daha az olsa da emeklilik yatırım fonlarından elde edilen gelirler menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen gelirlerin altında birinden daha azdır.

2020 yılının ilk yarısında emeklilik yatırım fonu büyüklüğü bir önceki yılın aynı dönemine göre %39 artmış, bu fonların

yönetiminden elde edilen gelirler de buna paralel olarak %35 artışla 62 milyon TL'ye çıkmıştır. Emeklilik fonlarından portföy yönetim şirketleri sektör ortalamasında yıllık %0,10 oranında komisyon elde etmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

2020 yılının ilk yarısında portföy büyüklüğü 8 milyar TL artmasına karşın bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir küçük bir artışla 20 milyon TL olmuştur.

2020'nin ilk yarısı itibarıyla itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranı %0,14'tür.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Yatırım ortaklığı yönetiminden 2020 yılının ilk yarısında elde edilen gelir 3,2 milyon TL'dir.

Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0,99 olarak hesaplanmaktadır.

Giderler

2020'nin ilk yarısında genel yönetim giderleri geçtiğimiz yıla göre %19 artışla 224 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %59'unu personel giderleri oluşturmaktadır.

Personel giderlerini ortalama personel sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür. 2020'nin

ilk yarısında bu tutar geçen yılın aynı dönemine göre %24 artarak 29.261 TL olmuştur. Buna karşın, artan karlılığa paralel olarak çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise bu dönem geçen yılın aynı dönemine göre %127 yükselerek 54.631 TL olmuştur.

Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

	2019/06	2020/06	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	294.2	543.9	84.9%
Satışların Maliyeti (-)	-27.9	-42.9	53.8%
BRÜT KAR/ZARAR	266.3	501.0	88.1%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.9	-6.8	40.1%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-188.7	-223.8	18.6%
<i>Personel Giderleri</i>	-106.4	-131.6	23.7%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	-100.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	22.0	20.6	-6.5%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-13.3	-15.4	15.1%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	81.4	275.7	238.8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	41.2	39.4	-4.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-15.6	-25.1	60.9%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	107.0	289.9	171.0%
Finansman Gelirleri	35.9	31.3	-12.8%
Finansman Giderleri (-)	-1.1	-2.2	91.0%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	141.7	319.0	125.1%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-31.8	-70.3	121.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-1.3	-3.0	122.9%
DÖNEM KARI/ZARARI	108.6	245.7	126.2%

Kaynak: TSPB

Kârlılık

Özellikle yatırım fonu portföy büyüklüğündeki artışla portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri gelir 2019'dan başlayarak önemli ölçüde artmıştır. 2020'nin ilk yarısında brüt kar bir önceki yıla göre %88 artarak 501 milyon TL'ye yükselmiştir.

Artan portföy büyüklüğü ile beraber satış gelirlerinde önemli bir artış görülürken giderler aynı hızda büyümemiştir. Yükselen gelirlerin ağırlığıyla sektörün net faaliyet gelirleri de son bir yıl içinde %239 artarak 276 milyon TL'ye yükselmiştir.

Yatırım faaliyetleri ile finansman faaliyetlerinden elde edilen net gelirler bir önceki yılın aynı dönemine göre 17 milyon TL gerilese de net kar %126 yükselerek 246 milyon TL'ye ulaşmıştır. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı da gelirlerdeki artışa paralel olarak artmıştır.

2020'nin ilk yarısında 34 kurum 252 milyon TL kâr ederken 15 kurum 6 milyon TL zarar etmiştir. Sırasıyla en çok kâr eden Ak, Yapı Kredi, Ziraat, Garanti ve İş Portföy toplam 170 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının %69'unu oluşturmuştur.

Tablo 15: PYŞ'lerin Net Dönem Karı

	2019/06	2020/06
Kurum Sayısı	52	49
Kâr Eden Kurum	33	34
Zarar Eden Kurum	19	15
Net Dönem Kârı (mn TL)	108.6	245.7
Kâr Toplamı (mn. TL)	122.0	252.1
Zarar Toplamı (mn. TL)	-13.4	-6.4
Net Kâr/Gelirler	40.8%	49.0%
Özsermaye Kârlılık	31.6%	51.9%

Kaynak: TSPB

AVRUPA BİRLİĞİ DİJİTAL FİNANS STRATEJİSİ

Gökben Altaş

Avrupa Komisyonu, rekabetçi bir Avrupa Birliği (AB) finans sektörü için, önümüzdeki yıllarda finans sektörünü şekillendirecek olan "dijital finans" ve "perakende ödemeler" stratejilerini 24 Eylül 2020'de yayınlamıştır.

Komisyon, söz konusu strateji belgelerinin yanı sıra uygulamaya yön veren kripto varlıklar ve dijital dayanıklılık ile ilgili iki farklı yasa tasarısını da aynı gün yayınlamış, bu şekilde bu dört dokümanı "Dijital Finans Paketi" adıyla kamuoyuna sunmuştur. AB'nin dijital dönüşümle toparlanma hedefini destekleyen Dijital Finans Paketi ile Komisyon Avrupa'nın finans sektöründeki rekabet gücünü artırması ve Avrupa'nın küresel bir standart belirleyicisi olarak konumlanmasını hedeflemektedir. Paket ile tüketicilere finansal hizmetler ve ödemelerinde daha fazla seçenek sunularak, tüketicinin korunmasını ve finansal istikrarın sağlanması beklenmektedir.

2018 yılında yayınlanan *Avrupa Fintek Eylem Planı*¹ baz alan Dijital Finans Paketi ulusal düzenleyici otoriteler ile AB'nin finans alanında yetkili otoritelerinin (Avrupa Merkez Bankası, Avrupa Bankacılık Otoritesi, Avrupa Birliği Menkul Kıymetler Otoritesi gibi) çalışmalarına dayanmaktadır. Belgenin hazırlanmasında Komisyon tüm paydaşların zaman içerisinde görüşlerini alarak mevcut haline getirmiştir. Çeşitli organizasyonların yanı

sıra taslak hali 3 kez kamuoyuyla paylaşılmıştır.

Dijital Finans Stratejisi, Avrupa'nın önümüzdeki yıllarda finansın dijital dönüşümünü nasıl destekleyebileceği ve risklerini düzenleyebileceği konusunda genel bir çerçeve sunmaktadır. Strateji dört ana öncelik belirlemektedir:

- Dijital Tek Pazar'a geçiş,
- Dijital inovasyonu kolaylaştırmak için AB düzenleyici çerçevesini uyarlamak,
- Veriye dayalı inovasyonu teşvik etmek için Avrupa finans veri merkezi oluşturmak
- Finansal sistemin dijital operasyonel dayanıklılığını artırmak ve dijital dönüşümle ilgili zorlukları ve riskleri ele almak.

Perakende Ödemeler Stratejisi, AB'nin dijitalleşmeyle gelen fırsatlardan tam olarak yararlanmasına olanak sağlamak için tek ödeme pazarını daha da geliştirmeyi amaçlamaktadır. Strateji, üç temel hedefe odaklanmaktadır:

- Anında ödemelerin ve AB çapında ödeme çözümlerinin geliştirilmesini mümkün kılmak için uygun koşullar yaratmak;
- Tüketicinin korunması ve ödeme çözümlerinin güvenli olmasını sağlamak;

¹ Detaylı bilgi için bakınız:

https://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/07/Gosterge_Yaz_2018.pdf#page=30

- Avrupa'nın bu alandaki büyük küresel oyunculara olan bağımlılığını azaltmak.

Kripto Varlıklar Hakkında Yasa

Tasarısı: Kripto Varlık Piyasası Kuralları Tasarısı ile Halihazırda AB mevzuatında tanımlanmış kripto varlıklara ilişkin değişiklikler önerilirken, pratikte olan ancak henüz AB mevzuatına tabi olmayan kripto varlıklar için yasal bir zemin sunulmaktadır. Bu şekilde, kripto varlıklar düzenlemesindeki eksiklikler giderilerek, piyasayla uyumlu bir düzenleme yapısı kurulması amaçlanmıştır.

Komisyon, 'varlığa dayalı dijital paralar' da dahil olmak üzere daha önce düzenlenmemiş kripto varlıklar için, Avrupa'daki kripto varlıkların ihraççıları ve kripto varlık hizmeti sağlayıcıları ve kripto varlık piyasaları hakkında bir düzenleme önerisi sunmuştur.

Tasarı ile kripto varlıkların ihraç ve işlemlerine ilişkin kamuyu aydınlatma gereklilikleri, kripto varlık hizmetleri sağlayıcılarının ve ihraççılarının yetkilendirilmesi ve denetimi; varlığa dayalı dijital para ihraççıların faaliyetleri, yatırımcıyı koruma gibi temel alanlarda bir dizi kural seti önerilmektedir. Öneri ile getirilmesi planlanan önlemler arasında asgari sermaye şartı, varlıkların saklanmasıyla yönelik tedbirler, yatırımcılar için şikâyet prosedürü ve yatırımcının ihraççıya karşı hakları yer almaktadır.

Kripto varlık piyasalarına ilişkin tasarının yanı sıra, dağıtılmış defter teknolojisine

dayalı piyasa altyapısı kurumları için bir pilot uygulamaya ilişkin bir düzenleme önerisi sunulmuştur. Pilot uygulama ile getirilen mekanizmanın amacı, piyasa katılımcılarının ve düzenleyicilerin, dijital defterde hisse veya tahvil alıp satması veya borsalarının dağıtılmış defter teknolojisi kullanımıyla ilgili deneyim kazanmasını sağlamaktır.

Dijital Operasyonel Dayanıklılığa ilişkin Yasa Tasarısı:

Teklif ile siber tehditlerin azaltılması/önlenmesi amaçlanmaktadır. Tasarıda finans sektörü için dijital operasyonel dayanıklılığa ilişkin yeni bir düzenleme ile daha önceden yayınlanmış direktiflerde değişiklik önerileri yer almaktadır. Komisyon, tüm firmaların (bankalar, borsalar ile diğer piyasa altyapı kurumları ve fintekler) bilgi işlem teknolojileriyle ilgili tehditlerin etkisini sınırlamak için daha katı standartlara uyulmasını önermektedir. Komisyon, finans kurumlarına bulut bilişim sağlayan hizmet sağlayıcılara (Big Techs gibi) ilişkin bir gözetim çerçevesi oluşturmayı da planlamaktadır.

AB'nin 24 Eylül'de yayınladığı bu dört dokümanla finansal hizmetlerdeki dijitalleşmenin artırılmasını ve bu konuda düzenlemelerin netleşmesi amaçlanmaktadır.

Bu çalışmanın ilerleyen bölümlerinde, bu dokümanlardan, finansal hizmetlerin dijitalleşmesine ilişkin uygulamaya yön veren Dijital Finans Stratejisi detaylandırılmıştır.

AB DİJİTAL FİNANS STRATEJİ BELGESİ

"Finansın geleceği dijital" mottosuyla bağlanan Dijital Finans Strateji Belgesinde tüketiciler ve işletmelerin finansal hizmetlere giderek daha hızlı eriştiği ve yeni teknolojilerin daha çok kullanıldığı belirtilirken, özellikle dijital finansın Covid-

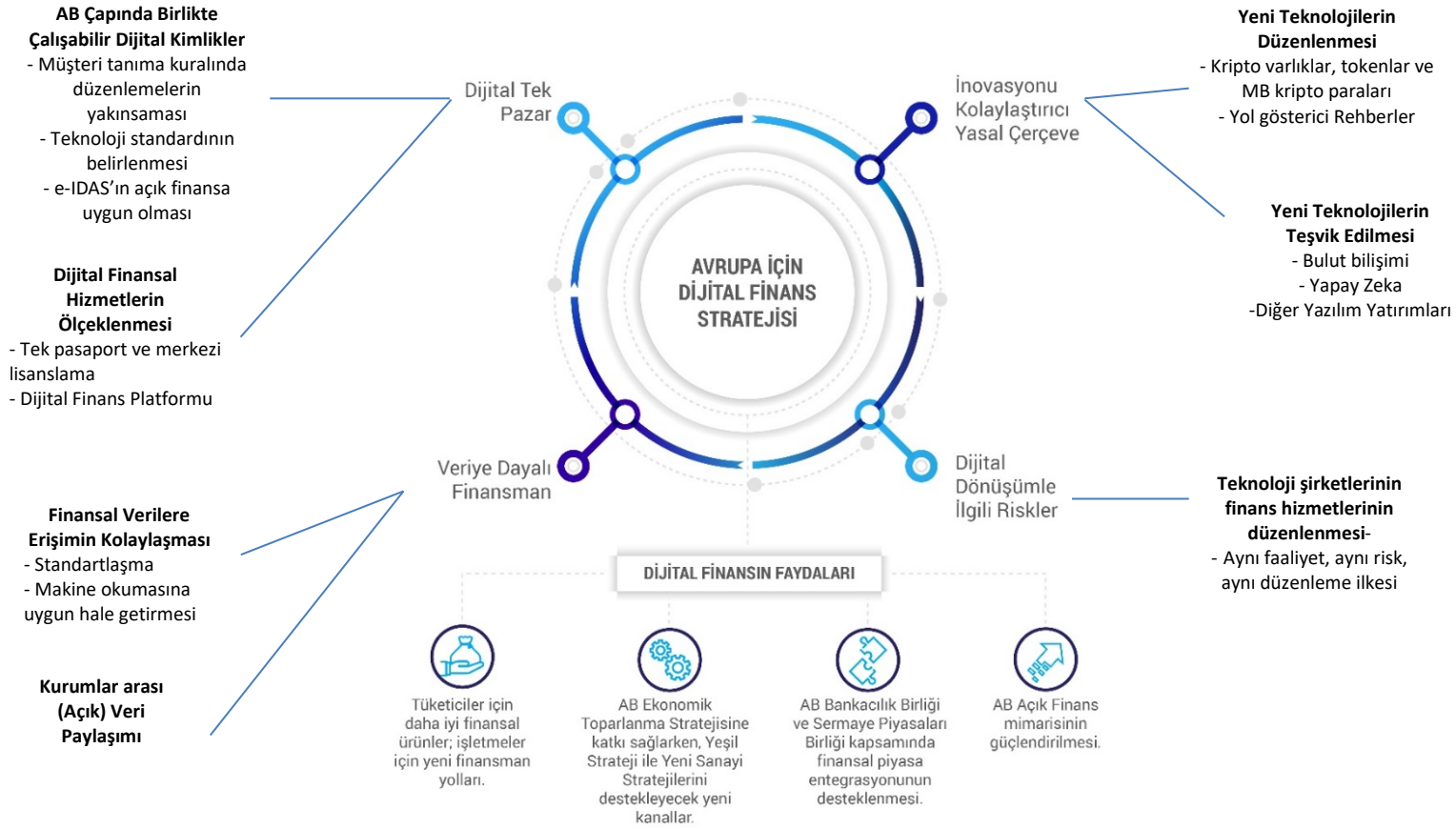
19 pandemisinin yarattığı benzeri görülmemiş durumla başa çıkmasına yardımcı olduğu hatırlatılmıştır. Örneğin, çevrimiçi kimlik doğrulama, tüketicilerin hesap açmasına ve uzaktan birden çok finansal hizmeti kullanmasına olanak

sağlamıştır. Benzer şekilde fiziki olarak mağaza içi ödemelerde temassız kullanımı yaygınlaşmış ve çevrimiçi satın alımlar (e-ticaret) önemli ölçüde artmıştır. Ayrıca, daha fazla insanın çevrimiçi finansal hizmetlere erişmesi ve finans sektörü çalışanlarının da uzaktan çalışması nedeniyle dijital altyapıların güvenli ve güvenilir bir şekilde çalışmasını sağlamak da daha önemli hale gelmiştir.

Strateji belgesinin, Avrupalı işletmelere fon sağlamanın yeni yollarını açarken, Avrupa

Yeşil Anlaşması ve Avrupa için Yeni Sanayi Stratejisi'nin uygulanmasında kilit rol oynayacağı ve AB'nin ekonomik iyileşmesini desteklemede çok önemli olacağı belirtilmiştir. Komisyon, mevcut düzenlemeleri tüketiciler için daha güvenli ve daha dijital dostu hale getirerek, ileri teknoloji girişimleri (start-up) artırmayı ve yatırımcıların korunmasını sağlarken, kara para aklama ve siber suçla ilgili olası riskleri azaltmayı hedeflemektedir.

Görsel 1: Avrupa Dijital Finans Stratejisi



Strateji Belgesinde inovasyonun, giderek dijital bir forma bürünerek firmaların büyümesini kolaylaştırdığı belirtilirken, bilgi teknolojisi (BT) sistemlerinin birçok işletmelerde ana faaliyetlerin temel direği haline geldiği belirtilmiştir. Uygulama programlama arabirimleri (Application

Programming Interface, API) ile dijital teknolojilerin birbirleriyle iletişim kurarak daha modüler hale geldiği ve tüketicilere özel hizmetler sunduğu eklenmiştir.

“Veri”nin, BT altyapısıyla birlikte inovasyon için önemli bir varlık haline geldiğinin altı

çizilmiş, bu veriler ile gelecekteki olayların daha doğru bir şekilde tahmin edilmesine yardımcı olurken, finans sektörü için çok daha hayati hale geldiği vurgulanmıştır. Ayrıca, birleştirilmiş bir veri kümesini analiz etmenin, her veri kümesini ayrı ayrı analiz etmekten daha iyi tahmin sağladığı ifade edilmiştir. Bu durum Komisyonun bir anlamda verilerin paylaşılması hususunda daha esnek bakış açısına işaret etmektedir.

Benzer şekilde, BT altyapısı bulutta giderek daha fazla yer alarak operasyonel esneklik sunarken, bulut teknolojisi gelişmiş veri işleme teknolojilerine erişimi kolaylaştırmaktadır. Diğer taraftan, bu gelişmelerin aynı zamanda tüketicilerin korunması ve verilerinin sorumlu bir şekilde kullanılması konusunda önemli yeni sorunları ortaya çıkarmaktadır.

I. Finans Hizmetleri İçin Dijital Tek Pazar

Dijital Finans Stratejisi, Avrupa'daki tüketicilere ve şirketlere Tek Pazar yoluyla finansal hizmetlerin dijitalleşmenin faydalarından yararlanabilmesi üzerine inşa edilmiştir. Nitekim aynı gün yayınlanan "Sermaye Piyasaları Birliği" eylem planında da benzer olgu söz konusudur. İyi işleyen

bir tek pazar ile, daha yenilikçi, daha çeşitli ve daha kapsayıcı bankacılık, yatırım ve sigorta hizmetleri sunulması beklenmektedir.

Bu başlık altında önerilen eylemler aşağıdaki gibidir.

AB Çapında Dijital Kimliklerin Birlikte Çalışabilir Şekilde Kullanılmasını Sağlanmak

2024 yılına kadar AB, tüketicilerin finansal hizmetlere hızlı ve kolay bir şekilde erişmesini sağlayacak, birlikte çalışabilir (interoperable) dijital kimlik çözümlerinin kullanılmasını sağlayan yasal çerçeve hazırlayacaktır. Söz konusu çerçevenin, kara para aklama ve terörle mücadele finansmanı düzenlemeleri ile uyumlu olması gerektiği belirtilmiştir. Müşteri verilerinin kullanımı müşteri onayına tabi olarak şeffaf bir şekilde sağlanmalıdır.

Özellikle Covid sonrası daha önemli hale gelen uzaktan erişim için dijital finansal hizmetlerin sorunsuz ve hızlı bir şekilde sunulması gerektiği belirtilmiştir. Kara para aklama ve terörle mücadele gerekliliklerine uyum içerisinde müşterilere doğru ürün sunulması ve müşterilerin uzaktan güvenli bir şekilde katılımı için 3 adım belirlenmiştir.

1. Kılavuzlar Oluşturulması:

İlk adım olarak Komisyon, Avrupa Bankacılık Otoritesini (EBA), 2021'in 3. çeyreğine kadar ülke düzenleyici otoriteleri ile yakın koordinasyon içinde kılavuzlar geliştirmeye davet etmiştir. Bu şekilde, üçüncü şahıslar tarafından (yani fintekler tarafından) uzaktan müşteri kabulü ve müşteri durum tespiti süreçlerindeki ihtiyaç duyulan tanımlama ve doğrulama ile ilgili unsurlarda ülke düzenlemelerin yakınsaması beklenmektedir. Buna paralel olarak Komisyon, Avrupa Veri Koruma Kurulu (European Data Protection Board) ile bilgilerin güvenliği konusunda iletişim halinde olacağını belirtmiştir.

2. Müşteri Durum Tespitine Yönelik AB Düzenlemesinin Güncellenmesi

Komisyon mevcut Kara para aklama ve terörle mücadele kurallarının AB genelinde daha etkin bir şekilde uygulanmasını sağlamak için Mayıs 2020’de bir Eylem Planı yayınlamıştır. Eylem Planında yer alan eylemlerinden biri de, 2021 ilk çeyreğine kadar AB çapında tek bir kural setinin yayınlanmasıdır.

Komisyon, söz konusu Kara para aklama ve terörle mücadele kuralları belirlerken, yenilikçi teknolojilerin kullanımını kolaylaştırmak ve kesintisiz sınır ötesi operasyona izin verecek şekilde üye ülke düzenlemelerini uyumlu hale getirmek için müşteri durum tespiti için ilgili düzenlemeleri göz önünde bulunduracaktır. Bu kapsamda da, dijital kimlik oluşturmak için hangi kimlik belgelerinin gerektiği ve kimliği uzaktan kontrol etmek için hangi teknolojilerin kullanılabileceğine ilişkin düzenlemelere yer verileceği belirtilmiştir.

Bu kapsamda Komisyon, yaklaşan kara para aklama ve terörle mücadele düzenlemelerinde dikkat edeceği hususları aşağıdaki gibi özetlemiştir.

- Finansal hizmet sağlayıcıların, müşterinin kimliğini doğrulama kabiliyetini geliştirmek için verilere erişimin iyileştirilmesi ve netleştirilmesi;

- Müşteri tanıma kapsamında ayrıntılı tanımlama ve kimlik doğrulama unsurlarına ilişkin teknik standartların daha fazla belirlenmesi,

- Sorumluluk, şeffaflık ve etik kullanım ile ilgili sorunlar dahil olmak üzere, teknik standartlar yoluyla, müşteri durum tespiti gerekliliklerini karşılamak için üçüncü taraflarla ilgili düzenlemelerin daha da geliştirilmesi.

3. Elektronik Kimlik Belirleme ve Güven Hizmetleri Düzenlemesinin Güncellenmesi:

Komisyon, tüm Avrupalılar için AB çapında güvenilir dijital kimlikleri teşvik edecek ve sisteme özel sektörü de katacak bir düzenleyici çerçeveye sunmayı planlamaktadır.

Yakın zamanda güncellenmesi planlanan AB Elektronik Kimlik Belirleme ve Güven Hizmetleri Düzenlemesinin (Electronic Identification And Trust Services For Electronic Transactions- eIDAS) dijital alandaki kimlikleri yönetmek için AB çapında, basit ve güvenli bir sistemi destekleyeceği belirtilmiştir. Ayrıca, bu düzenlemenin açık finans konusundaki çalışmaları da besleyeceği eklenmiştir. Dijital kimliklerin örneğin mesafeli sözleşmelerde, müşteri tanıma/riski belirleme gibi unsurları da kapsamı düşünülmektedir.

Tek Pazar Genelinde Dijital Finansal Hizmetlerin Ölçeklendirilmesini Kolaylaştırmak

2024 yılına kadar, tüm dijital finans ürünleri için de pasaport ve merkezi lisanslama ilkesi uygulanmalıdır.

Firmaların, Avrupa İnovasyon Kolaylaştırıcıları Forumu (European Forum for Innovation Facilitators EFIF²) ve yeni bir

² 2019 yılında kurulan Forum ile, ulusal düzenleyicilerin, inovasyon kolaylaştırıcıları uygulamalar (kum havuzları-sandbox, inovasyon merkezleri vb) ile firmalarla etkileşimden edindikleri

deneyimleri paylaşması ve üyeler arasında koordinasyonun artırılması amaçlanmıştır. ESA ve ulusal düzenleyiciler Forumu üyedir.

AB dijital finans platformu vasıtasıyla kum havuzu uygulayan ulusal düzenleyici otoritelere güvenmeleri gerektiğinin altı çizilmiştir.

Bir üye devletteki tüketicilerin ve/veya işletmelerin, ortak olarak kabul edilen kurallara ("pasaport") uygun olarak sağlanan sınır ötesi hizmetlere ulaşması veya o hizmetleri sunması "Tek Pazar"ın temel bir ilkesidir. Bu kapsamda Komisyon, özellikle dijital hizmetler için bu tür hizmetlerin sınır ötesi sağlanmasının önündeki engellerin düşük olması gerektiğini belirtmiştir.

Nitekim, strateji belgesi hazırlanması sırasında taslağa görüş verenlerin çoğunun vurguladığı gibi, AB'li fintek firmaları genellikle yalnızca kendi ülkeleri içinde hizmet sağlamakta veya sınırlı bir ülke listesinde bulunan müşterilere ulaşmaktadır. Bunun ana nedenleri, düzenleyici çerçevenin ülkeden ülkeye farklılık göstermesi ve sınır ötesi faaliyetler için de orantısız uyum maliyetleridir.

Komisyon, dijital finansla ilgili kilit alanlarda pasaportlama oranını artırmak için düzenleyici çerçeveyi geliştireceğini belirtmiştir. Aralık 2019'da ön anlaşma sağlanan Kitle Fonlaması Yönetmeliği Tasarısı kitle fonlaması kredi aracılığı dahil olmak üzere çeşitli kitle fonlaması hizmetleri için ortak kurallar ve pasaport uygulaması öngörülmektedir. Yine, kripto varlık ihraç edenler için de ortak kurallar ve pasaport önerecek bir düzenleme

getirelecektir. Ayrıca, firmaların mevzuata uygunluk yükümlülüklerini ("RegTech") karşılamalarına yardımcı olmak için tasarlanmış teknik çözümlerin sertifikasyonunu etkinleştirmenin olası yollarını da inceleyecek, bu alandaki ortak yaklaşımları ve işbirliklerini destekleyecektir.

Komisyon, 2021 ortasına kadar, sınır ötesi testlerin ve firmaların farklı üye ülke düzenleyici otoritelerle etkileşimini kolaylaştıran mekanizmaların başlatılmasına yönelik bir çerçeveye sunmasını sağlamak için EFIF ile birlikte çalışacaktır.

Komisyon, özel ve kamu paydaşları arasındaki işbirliğini teşvik etmek için yine EFIF ile işbirliği içinde yeni dijital finans ekosistemiyle çevrimiçi ve sürekli bir "AB Dijital Finans Platformu" kuracağını belirtmiştir. Aynı zamanda EFIF ile ulusal düzenleyici kum havuzları (inovasyon kolaylaştırıcı) arasında e-lisans prosedürlerine yönelik bir arayüz oluşturulacaktır. Düzenleyici otoriteler arasında işbirliğini artırmak adına, Avrupa Veri Koruma Kurulu (EDPB), AB Rekabet Kurulu gibi temsilcilerinin de EFIF'e katılması beklenmektedir.

Belgede ayrıca 2018'de yayınlanan Fintek Eylem Planı kapsamında açılan AB Fintek Laboratuvarı³ ile ulusal düzenleyicilerin teknik becerilerin yükseltilmesi için çalışmaların hızlanacağı belirtilmiştir.

³ 2018 yılında kurulan AB Fintek Laboratuvarı teknoloji şirketleri ile düzenleyici ve denetleyici otoriteleri bir araya getirerek tartışma ortamı yaratmayı planlıyor. İlk

toplantısını Haziran 2018'de gerçekleştiren Lab bu toplantıda bulut sağlayıcılarından dışarıdan hizmet alımlarına ilişkin öneriler geliştirilmiştir.

ÖNEMLİ EYLEMLER- Finans Hizmetleri İçin Dijital Tek Pazar

- Komisyon, 2021'de, kara para aklama ve terörle mücadele finansmanı düzenlemeleri ile müşteri durum tespitine ilişkin düzenlemeleri uyumlu hale getiren bir öneri sunacaktır.
- Dijital kimlikler için birlikte çalışabilir bir sınır ötesi çerçeve uygulamak için Elektronik Kimlik (e-IDAS) düzenlemesini güncellenecektir.
- Komisyon, uyumlaştırılmış ve sınır ötesi lisanslama ve pasaport uygulamalarını araştırarak.
- EFIF'i güçlendirmek için ulusal düzenleyiciler ile birlikte çalışacak ve özel ve kamu paydaşları arasındaki işbirliğini teşvik etmek için bir AB dijital finans platformu oluşturacaktır.
- Komisyon, 2024 yılına kadar, birlikte çalışabilir (interoperable) dijital kimlik çözümlerinin kullanılmasını sağlayan yasal çerçeve hazırlayacaktır.
- 2024 yılına kadar, tüm dijital finans ürünleri için de pasaport ve merkezi lisanslama ilkesi uygulanacaktır.-

II. İnovasyonu Artıracak Düzenleme Çerçevesi

AB'de finansal hizmetlerin dijital çağa uygun olması için, düzenleyici çerçevenin yenilikçi teknolojilerin kullanılması ile yazılım üretiminde/dağıtımında hâkim olan en iyi uygulamalarla uyumlu hale getirilmesi hedeflenmiştir. Nitekim, bu belgenin hazırlanması sırasında gelen görüşler de AB kurallarının teknoloji odaklı ve yeniliklere daha hızlı uyum sağlayan; aynı zamanda da güvenli bir şekilde müşterileri korumasını sağlaması gerektiği yönündedir.

1. AB Pazarlarında Kripto Varlıklar ve Token'ların Etkinleştirilmesi

Strateji belgesine göre, 2024 yılına kadar AB'de, finans sektöründeki dağıtık defter teknolojisinin (distributed ledger technology) ve kripto varlıkların alımını sağlayan kapsamlı bir düzenleme ve piyasa oluşturmalıdır. Kripto varlıklar ve bunlarla ilişkili blok zinciri teknolojilerinin finans

alanında önemli fırsatlar sağlayabileceğini vurgulayan Komisyon, bu uygulamaların daha ucuz ve hızlı sınır ötesi işlemleri, KOBİ'ler için yeni finansman olanakları ve sermaye piyasalarının verimli çalışmasını sağlayabileceğini belirtmiştir. Düzenlemede bu teknolojilerle ilişkili risklerin ele alınması ve bu hizmetlerin denetlenmesi gerektiği de ifade edilmiştir.

Nitekim strateji belgesinin yayınlandığı gün Komisyon konuya ilişkin yasa teklifini (Kripto Varlıklar Piyasası) kamuoyu görüşünü açmıştır. Taslakta, mevcut AB kurallarının kripto varlıklara uygulanması açıklığa kavuşturulurken, daha önce düzenlemeye tabi olmayan kripto varlıklara (varlığa dayalı dijital para- stablecoin dahil) ilişkin yeni bir AB yasal çerçevesi getirilmiştir.

Ayrıca, yine aynı gün dağıtık defter teknolojisini kullanan piyasa yapımcıları için

pilot bir rejim uygulamasına yönelik bir tasarıyı da kamuoyuna sunmuştur.

Aynı zamanda, Basel Komitesi tarafından devam eden çalışmalar ışığında, Komisyon, finans kurumlarının bilançolarındaki kripto varlıklar için ihtiyati kuralları güncellemeyi değerlendireceğini belirtmiştir. Komisyon ayrıca, KOBİ'lerin sermaye artırma operasyonlarını iyileştirmek için dağıtık defter teknolojisinden nasıl yararlanılacağını araştıracaktır.

Merkez bankası dijital para birimlerinin ödemeler, finans ve ticarete önemli yenilikler getirebileceğini belirten Komisyon, Avrupa Merkez Bankası tarafından ihraç edilecek ve halkın kullanımına açık bir merkez bankası dijital para birimini desteklediğini söylemiştir.

Komisyon, 2021 yılına kadar dağıtık defter teknolojisi ve Nesnelerin İnterneti teknolojilerini geliştirilmesi ve yatırımını teşvik etmek için, bu sektörleri de sürdürülebilir finans sınıflandırmasına entegre edilerek, ilgili düzenlemelere ve teşviklere tabi olabilmesini hedeflemiştir.

2. Bulut Bilişim Altyapısı Kullanımı ve İşbirliği

Dijital Finans Strateji Paketinin bir parçası olarak Komisyon, paketin açıklandığı gün AB finansal kurumların dijital operasyonlarına ilişkin riskleri azaltmaya yönelik olarak bir yönetmelik taslağını kamuoyu görüşüne sunmuştur. Bulut bilişiminin, yerel dijital uygulamalarla en iyi uyumu sağlayan modüler bir bilişim mimarisine geçmeyi daha kolay hale getireceğini belirten Komisyon, söz konusu yönetmelik ile bulut hizmet sağlayıcıları ile finans kurumlarının iş ilişkisinin belirlendiği ve gözetildiği bir düzenleme çerçevesinin getirildiğini eklemiştir.

Komisyon ayrıca Şubat 2020'de açıkladığı Avrupa Veri Strateji Paketinde öngörüldüğü

üzere, alternatif bulut hizmeti sağlayıcılarına erişimi kolaylaştıran, Avrupa içinde bir bulut ağının 2022'ye kadar geliştirileceğini belirtmiştir. Ayrıca, kurumların bulut hizmeti sağlayıcılarını değiştirme ve verileri taşıma konusunda sektör tarafından geliştirilmiş halihazırdaki uygulamaları temel alan; rekabeti ve piyasa akışkanlığını artırmayı amaçlayan yakın zamanda açıklanacak bulut politikası önlemleri ile finans sektöründe bulut uygulamalarının teşvik edilmesi beklenmektedir.

Komisyon, AB Güvenlik Ajansından (The European Union Agency for Cybersecurity-ENISA) bulut hizmetleri için Siber Güvenlik Yasası ile uyumlu bir siber güvenlik sertifikasyon programı geliştirmesini talep ettiğini belirtmiştir. Ek olarak Tek Pazar için modüler bir BT mimarisine geçişin nasıl kolaylaştırılacağına ve diğer oyuncularla işbirliğine nasıl izin verileceğine ilişkin önlemler de bu konuda alınacak eylemler arasında yer alacaktır.

3. Yazılım Yatırımlarının Teşvik Edilmesi

Dijital dönüşüm yazılıma önemli yatırımlar yapılmasını gerektirirken, mevcut düzenlemelerde yazılımlara yapılacak yatırımlara (maddi olmayan duran varlıklar) ilişkin kurallar hem uluslararası düzenlemelerde (UFRS, GAAP vb.) hem de ulusal düzenlemelerde farklılık göstermektedir. Bu konuda Avrupa bankalarının diğer bankalara göre daha katı sermaye gereksinimleri ile karşı karşıya olduğu belirtilmiştir. Bu kasamda Komisyon, dijitalleştirilmiş bir bankacılık sektörüne geçişi kolaylaştırmak için, kısa bir süre içinde tüm ülkeler için yol gösterici olan Avrupa Bankacılık Otoritesi EBA'nın geliştirdiği düzenleyici teknik standartları kabul edeceğini ifade etmiştir.

4. Yapay Zekâ Araçların Teşvik Edilmesi

Finansal hizmetler yasal çerçevesinin yapay zekâ uygulamalarına nasıl uygulanması gerektiğine ilişkin Avrupa sermaye piyasası düzenleyicileri ile birlikte çalışacağını belirten Komisyon, 2024 yılına kadar bu konuda netlik sağlamayı amaçlamaktadır.

Yapay zekâ uygulamaları ile tahmin teknolojisi zaman içinde daha doğru ve güvenilir hale geldikçe, daha üretken iş modelleri ile tüketicilere de daha düşük maliyetle özel hizmetler sunulacağı, hatta finansal hizmetlere ulaşamayan kesime ilk defa ulaşılabilceği ifade edilmiştir. Şubat 2020'de yayınlanan AB Yapay Zeka ile ilgili Beyaz Kitap'ta belirtildiği gibi Komisyon, AB düzeyinde önemli yatırımlar önererek yapay zeka kullanımını teşvik edecek yeni bir yapay zeka düzenleme çerçevesi ortaya koyacaktır.

Dijital Finans Stratejisi taslağına gelen görüşlerde de belirtildiği gibi AB finans sektöründe yapay zeka kullanımına ilişkin rehber ve yasal netliğe (örneğin yapay zeka modellerinin açıklanabilirliği ile ilgili olarak) ihtiyaç vardır. Bu kapsamda Komisyon, üye ülke düzenleyici otoriteleri ve Avrupa Merkez Bankasını finasta yapay zekâ uygulamalarının kullanımına ilişkin düzenleyici ve denetleyici bir rehber geliştirmeye davet edecektir. Rehberin yapay zekâ uygulamalarında yeni bir

düzenleyici çerçeve için 2021'de tamamlanması planlanan düzenleme önerisi ile birlikte sunulması beklenmektedir. Strateji belgesinde bu konuda yapılan düzenleme ve denetleme çalışmalarında Avrupa Dijital Etik Uzman Grubunun tavsiyeleri göz önünde bulundurulması gerektiği de vurgulanmaktadır.

5. Geleceğe Dönük Bir Yasal Çerçeve Sağlanması

Komisyon, belirli teknolojilerin kullanımına yönelik AB düzenleyici çerçevesinin sürekli gözden geçirilmesini amaçlamaktadır. Yasal belirsizliğin finasta yeniliği engelleyeceğini ve yatırımcılara zarar verebileceğini söyleyen Komisyon, bu Stratejide gündeme getirilen temel konulara ek olarak gelecekteki tüm yasal incelemelerde dijital finansın gelişimini gözetecektir. Nitekim, dijital yenilikler geliştikçe yeni düzenleyici soruların ortaya çıkması muhtemeldir.

Bu kapsamda Komisyon, ortaya çıkan sorunları belirlemek için düzenli olarak, düzenleyici otoritelerle işbirliği içinde, AB düzenleyici çerçevesinin yorumlanması konusunda rehberlik sağlayacaktır. Komisyon, 2021'de yayınlanacak ilk rehberle birlikte, ilgili yasama önerilerini tamamlayıcı bir şekilde, kripto varlık işlemleri için uygulamaya yön verilmesi planlanmaktadır.

ÖNEMLİ EYLEMLER- İnovasyonu Artıracak Düzenleme Çerçevesi

- Komisyon, varlığa dayalı dijital para (stablecoin) dahil kripto varlıklar için yeni bir AB yasal çerçevesi öneriyor
- Şubat 2020’de açıkladığı Avrupa Veri Strateji Paketinde Avrupa içinde bir bulut ağının 2022’ye kadar geliştirileceği öngörülüyor.
- Düzenli incelemeler yoluyla, Komisyon, inovasyonun önündeki finansal hizmetlere ilişkin mevzuattan kaynaklanan olası engellerin kaldırılmasını sağlayacaktır. Düzenli olarak finansal hizmetlere ilişkin mevcut mevzuatın yeni teknolojilere nasıl uygulanacağı konusunda yön verici rehberler sunulacaktır. İlk rehberin 2021’de yayınlanması öngörülmektedir.

III. Ortak Bir Finansal Veri Alanı Oluşturulması Ve Veriye Dayalı Yeniliğin Teşvik Edilmesi

Komisyon, strateji belgesinde AB içinde verilere daha iyi erişim ve veri paylaşımı ihtiyacının altını çizerek, kamuya açık ve açık olmayan bilgiler ile daha geniş kamu yararı sağlanacağını vurgulamıştır. Avrupa sermaye piyasalarının entegre edilmesi ile yatırımların sürdürülebilir faaliyetlere yönlendirmesine katkı sağlamak ve yeniliği desteklemek için Komisyon, bir dizi spesifik önlem yoluyla ortak bir finansal veri alanı oluşturacağını belirtmiştir.

Bu kapsamda Komisyon, ortak bir finansal veri alanı oluşturmanın teknik yönleri hakkında tavsiyelerde bulunmak için üye ülke düzenleyici otoriteleri ile yakın işbirliği içinde bir çalışma grubu oluşturacaktır.

Strateji belgesinde hedeflenen başlıklar ise aşağıda özetlenmektedir.

1. Finansal Bilgilere Gerçek Zamanlı Dijital Erişimin Kolaylaştırması

AB finans sektörü düzenlemeleri kapsamında kamuya açıklanacak bilgiler 2024’e kadar, standartlaştırılmış ve otomatik okunabilir (machine-readable) formatlarda açıklanacaktır. Sermaye

Piyasaları Birliği Eylem Planının bir parçası olarak Komisyon, sermaye piyasalarıyla ilgili kamuya açık tüm açıklamalara erişimi kolaylaştırmak için uygun yeni bir altyapı geliştirecektir

Kamuyu aydınlatma kapsamında, ulusal kayıtlarda şirketler tarafından kamuya açıklanan finansal bilgilerin Açık Veri Direktifi belirtilen “yüksek değerli veri kümeleri” olarak kabul edilmesi planlanmaktadır. Yüksek değerli veri kümeleri, makine okuma formatında olan ve indirilebilir veriler olarak tanımlanırken bu veriler, kamu yararı olduğu için koşulsuz/ücretsiz bir şekilde yeniden kullanılabilir.

Ayrıca, kripto varlıkları düzenlemesi başta olmak üzere AB finans sektöründeki tüm düzenlemelerin, kamuya açıklanan bilgilerin sistematik olarak makine tarafından okunabilir formatlarda sunulmasını gerektiren yasal değişiklikler önerilecektir. Sermaye Piyasaları Birliği kapsamında da, kamuya açık tüm bilgilere erişimi kolaylaştırmak için Komisyon bir AB altyapısının geliştirilmesini destekleyecektir. Bu altyapı, yeni

teknolojilere erişilebilirliği artırmak için AB'nin dijital kapasitesinin geliştirilmesini destekleyecek Dijital Avrupa programından destek alınarak tasarlanacaktır.

2. Raporlama ve Denetimi Kolaylaştırmak için Yenilikçi BT Araçlarının Teşvik Edilmesi

Regülasyona tabi finansal kuruluşlar tarafından yapılan bildirimlerin/raporların denetimi için 2024 yılına kadar RegTech ve SupTech araçları vb. yenilikçi teknolojilerin kullanılması hedeflenmektedir. Ayrıca, denetim makamları arasında veri paylaşımının teşvik edilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Komisyon, üye ülke düzenleyici otoriteleri ile birlikte aşağıdaki hususların sağlanması için 2021'de düzenleme/denetleme verilerine ilişkin bir strateji geliştirecektir.

Bu hususlar, raporlama için RegTech araçlarının ve yetkililer tarafından veri analizi için SupTech araçlarının kullanımını kolaylaştıracaktır.

- i. Tüm raporlama gereksinimlerinin (tanım, format ve süreçler vb.) uyumlaştırılması ve bilgilerin otomatik raporlamaya uygun hale getirilmesi
- ii. Mevcut uluslararası standartlardan ve tanımlayıcılardan (Tüzel Kişi Kimlik Kodu vb.) tam olarak yararlanılması
- iii. Raporlamalarının makinede okunabilir, elektronik formatlarda rapor edilebilir ve kolay konsolide edilir şekilde tasarlanması

Komisyon bu kapsamda öncelikle AB düzenlemesinin temel bölümlerinin makinede okunabilir ve çalıştırılabilir olmasını amaçlamaktadır. Ayrıca, ulusal ve AB yetkilileri arasında bilgi paylaşımı için modern BT araçlarının kullanımını teşvik edecektir. Makine tarafından okunabilir ve

yürütülebilir raporlama alanındaki ilk adım olarak Komisyon, bir pilot proje başlattığını belirtmiştir.

3. Kurumlar Arası Veri Paylaşımının Teşvik Edilmesi (Açık Finans)

Komisyon, finansal hizmetler düzenleyici çerçevesinin, AB Veri Stratejisi belgesinde de belirtildiği gibi 2024 yılına kadar, yaklaşan Veri Yasası ve Dijital Hizmetler Yasası ile uyumlu bir açık finans çerçevesine sahip olması gerektiğini belirtmiştir. Bu geçiş, Ödeme Hizmetleri Direktifinin sürekli gözden geçirilmesi ile koordine edilecektir.

Nitekim, gözden geçirilmiş Ödeme Hizmetleri Direktifi (Paymet Services Directive, PSD2), müşterinin izin verdiği verilerin bankalar ve üçüncü taraf sağlayıcılar tarafından yeni hizmetler ("açık finans") oluşturmak için paylaşılmasına ve kullanımına yönelik önemli bir adım olmuştur. Komisyon, 2021'de Ödeme Hizmetleri Direktifinin kapsamının değerlendirmesi de dahil olmak üzere, bu Direktife yönelik yeni bir inceleme başlatacağını belirtmiştir.

Komisyon, daha çok müşteri verisine erişimin kişiselleştirilmiş hizmetler sunulmasını sağlayacağına dikkat çekmiş, Açık finansla müşteriler için daha iyi odaklanmış tavsiyeler ve şirketler için ise daha verimli işlemler sağlanacağını belirtmiştir. Bu kapsamda da finansal ürünlerle ilgili verilerin paylaşımına yönelik dengeli bir düzenleyici çerçeve ile veriye dayalı finansmanın benimsemesini destekleyecek ve kontrol edilmesi gereken verileri de etkili bir şekilde koruyacaktır.

Bu nedenle Komisyon, 2022'nin ortasına kadar daha geniş bir açık finans çerçevesi hakkında mevzuat önerecektir. Üzerinde çalışılan Veri Yasası ve Dijital Hizmetler Yasası tasarıları da dahil olmak üzere veri

erişimine odaklanan bir düzenleyici çerçeve benimsenecektir.

AB'nin rekabet politikasının dijital çağa uyumu konusunda, ilgili düzenlemeyi gözden geçirdiğini hatırlatan Komisyon, bu düzenlemede tüm finansal hizmet sağlayıcıların platformlara adil erişimini

sağlamak için sektöre özgü önlemlerin gerekip gerekmediğini de göz önünde bulunduracağını ifade etmiştir. Aynı gün duyurulan, Perakende Ödeme Stratejisini hatırlatan Komisyon, ödeme hizmeti sağlayıcıların da karşılaştığı mevcut sorunları ele almak için AB düzeyinde girişimleri araştıracağını belirtmiştir.

ÖNEMLİ EYLEMLER- Ortak Bir Finansal Veri Alanı Oluşturulması Ve Veriye Dayalı Yeniliğin Teşvik Edilmesi

- Komisyon, kamuya açık bilgilerin makine tarafından okunabilir formatlarda açıklanması ve standartlaştırılması için AB mevzuatını değiştirecek ve kamuyu aydınlatma için AB tarafından finanse edilen bir altyapı oluşturacaktır.
- Komisyon, 2022'nin ortasına kadar daha geniş bir açık finans çerçevesi hakkında mevzuat önerecektir.
- Komisyon, 2021'de denetim verilerine ilişkin bir strateji sunacaktır.
- Komisyon, 2022'nin ortasına kadar daha geniş veri erişimine izin verecek yeni bir açık finans çerçevesi için yasal bir teklif sunacaktır.

IV. Dijital Dönüşümle İlgili Zorluklar Ve Riskler

Finans sektörünün dijital dönüşümü, dijital ortamın doğası gereği zorluklar ve riskleri beraberinde getirmektedir.

Komisyon bu strateji belgesinin yayınladığı gün Dijital Finans Paketi kapsamında Dijital Operasyonel Dayanıklılığa ilişkin Yasa Tasarısını kamuoyuna sunmuştur.

Dijital Strateji Belgesinde de aşağıdaki başlıklarda dijital dönüşümle ilgili zorluklar ve riskler ile ilgili Komisyonun görüşleri sunulmuştur.

1. Finansal İstikrarın Sağlanması, Yatırımcıların ve Tüketicilerin "Aynı Faaliyet, Aynı Risk, Aynı Kurallar" Prensipleriyle Korunması

2024'e kadar, yeni finansal ekosistem için ihtiyati düzenleme ve denetiminin tamamlanması gerektiği vurgulanmıştır.

Dünyada teknoloji şirketleri, doğrudan veya dolaylı olarak finansal hizmetler sektörüne giderek daha fazla yönelirken; finansal hizmetlerde çevrimiçi hizmetlerin de daha fazla gelişmesi beklenmektedir. Büyük teknoloji şirketleri, finans sektörü için donanım, yazılım ve bulut tabanlı çözümler dahil olmak üzere finansal

hizmetlerdeki dijital teknoloji çözümlerinin çoğunu da sağlamaktadır.

Diğer taraftan, büyük teknoloji şirketleri diğer hizmetlerin yanı sıra, ödeme işlemleri, veya sigorta faaliyetleri gibi finansal hizmetlerle bir araya getirerek, finansal hizmetler için büyük bir pazar haline gelebilmektedir. Finansal hizmetlerin geniş kullanıcı tabanlarında hızla ölçeklendirmesini sağlayan bu durum piyasa yapılarını kökten değiştirebildiği gibi çok büyük piyasa aktörlerinin ortaya çıkması rekabeti olumsuz etkileyebilmektedir.

Bu nedenle, teknoloji şirketlerinin finansal ekosistemin ayrılmaz bir parçası haline gelmesi muhtemel olup, bu durumun yeni risklerin beraberinde getirmesi beklenmektedir. Tüm bu risklerin, yalnızca yatırımcıyı korumaya değil, aynı zamanda finansal istikrar kapsamında ele alınacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, Komisyon dengeli bir düzenleme ve denetim çerçevesi gerekliliğinin altını çizerek, "aynı faaliyet ve aynı risk için aynı kurallar" ilkesine dikkat edeceğini belirtmiştir.

Teknoloji aynı zamanda belirli bir finansal hizmet için önceden entegre edilmiş değer zincirlerinin parçalanmasına da sebep olabilmektedir. Nitekim, çoğu finansal hizmet geleneksel olarak tek bir sağlayıcı tarafından sunulurken, dijital teknolojiler firmaların değer zincirinin belirli bir ayağında uzmanlaşmalarını mümkün kılmıştır. Rekabeti ve verimliliği arttıran bu durum, diğer taraftan değer zincirlerini daha karmaşık hale getirerek, düzenleyicilerin değer zincirindeki riskler hakkında bir genel bakışa sahip olmasını zorlaştırmaktadır.

Komisyon, gerekli hallerde, "aynı faaliyet, aynı risk, aynı kurallar" ilkesi doğrultusunda finansal istikrarı ve müşterileri korumaya devam etmek için

mevcut yasal çerçeveyi, Avrupa Merkez Bankası ve diğer yetkili makamlarla işbirliği içinde, uyarlayacağını eklemiştir. Bu kapsamda;

- İlk olarak, Perakende Ödemeler Stratejisinde belirtildiği gibi, Komisyon Ödeme Hizmetleri Direktifini ve E-Para Direktifini inceleyecektir.
- İkinci olarak, daha parçalanmış değer zincirlerinin ve yeni finansal hizmet sağlayıcılarının kapsamlı denetiminin nasıl sağlanacağını değerlendirecektir. Dijital finans strateji paketiyle aynı gün yayınlanan Kripto Varlıklara Yönelik Yasa Tasarısında da belirtildiği gibi, belirlenen finansal hizmetler ekosistemleri için bir "Denetim Komitesi" (üye ülke düzenleyici otoriteleri ve AB yetkili makamlarından oluşan) oluşturulabilir. Bu Komite, işbirliğini geliştirecek ve riskleri daha etkin belirleyebilecektir.
- Üçüncüsü, Komisyon, platformların ve teknoloji şirketlerinin finansal hizmetlerinden kaynaklanan riskleri yakalayacak bir ihtiyatlı düzenleme/denetim çerçevesi üzerinde çalışacaktır. Bu amaçla, AB Finansal Kurumlar Direktifi gibi grup denetimine ilişkin hükümlerin, sürekli değişen finansal piyasalara uyum sağlamak için yeterince geniş ve esnek bir kurumsal kapsama sahip olup olmadığını inceleyecektir.
- Dördüncüsü, Komisyon, hem mikro hem de makro ihtiyati riskleri doğurabilecek, banka dışı finans kurumların büyük ölçekli kredi işlemlerinden kaynaklanan potansiyel risklerini belirlemek için düzenleme ihtiyacını değerlendirecektir.

Komisyon, bu eylemleri hazırlamak için üye ülke düzenleyici otoriteleri ile AB yetkili makamlarından "aynı faaliyet, aynı risk, aynı kurallar" konusunda öneriler beklerken gerekli yasal değişikliklere yönelik önerilerini 2022 yılı ortasına sunacağını belirtmiştir.

2. Tüketicileri ve Kamu Yararının Korunması

Avrupa Birliğinin finansal hizmetler düzenleme çerçevesi; iş yapma kuralları, kamuyu aydınlatma ve yatırım tavsiye dahil olmak üzere bir dizi tüketici ve kişisel veri koruma kuralı içermektedir. Komisyon, finansal hizmetlerde yeni ve dijital yolların önünü açarken, AB mevzuatında müşteri koruma hususunun nasıl geliştirileceğini değerlendirecektir. Finansal Hizmetlerde Mesafeli Sözleşme düzenlemesine ilişkin ek düzenleme gerekliliği söz konusudur. Komisyon, kara para aklama, terör finansmanı ve vergi kaçakçılığı gibi konularda tüketici koruma kurallarının ve düzenleyici çerçevenin dijital dünyaya uygun olup olmadığını sistematik olarak değerlendirecek ve gerektiğinde yasal değişiklikler önerecektir. Son olarak, Avrupalı tüketicilerin bu fırsatlardan haberdar olmaları ve dijital finansın

getirdiği risklere karşı farkındalığın artırılmasına yönelik olarak, Komisyon yapısal reform destek hizmeti aracılığıyla, üye devletler tarafından uygulanacak dijitalleşmeye odaklanan finansal okuryazarlık programlarını finanse edebileceğini belirtmiştir. Komisyon ayrıca Sermaye Piyasaları Birliği Eylem Planında finansal okuryazarlık konusunda önerilen eylemlerin dijital yönünü de gerektiği gibi değerlendirecektir.

3. Dijital Operasyonel Esnekliğin Güçlendirilmesi

Dijital operasyonel dayanıklılığının güçlendirilmesi diğer önemli bir husustur. Komisyonun değerlendirmesine göre özellikle, Covid-19'un bir sonucu olarak dijital ve uzak teknolojilere artan güven bunu bir kez daha göstermiştir. AB'nin, dijital finansal altyapısının ve hizmetlerinin operasyonel dayanıklılığı ve güvenliğinin sorgulanmasını göze alamayacağı vurgulanmıştır. Komisyon dijital strateji belgesi ile birlikte finans sektörünün operasyonel direncini arttırmak için Network ve Bilgi Sistemleri Güvenliği Direktifinde değişiklik önerisi sunduğunu hatırlatmıştır.

ÖNEMLİ EYLEMLER- Dijital Dönüşümle İlgili Zorluklar ve Riskler

- Komisyon, dijital finansın yaygınlaşması ile birlikte yatırımcıları, finansal ve AB finans sektörünün bütünlüğünü korumak için, mevcut finansal hizmetler yasal çerçevesine 2022 ortasına kadar gerekli uyarlamaları önerecektir.

-Komisyon Strateji Belgesinin sunulduğu gün, dijital operasyonel dayanıklılığı güçlendirilmesi için yeni bir yasa tasarısı sunmuştur.

- Komisyon, "aynı faaliyet, aynı risk, aynı kurallar" konusunda en gerekli yasal değişikliklere yönelik önerilerini 2022 yılı ortasına kadar sunacaktır.

LALE CİNNETİ

Onur Saltürk

Tarihte ilk finansal balon 1636-1637 yıllarında Hollanda'da lale piyasasında gerçekleşmiştir. Hollanda'da mukim yatırımcılar yanında uluslararası yatırımcıların da önemli kayıplar kaydettiği bu dönem küresel ölçekte ilk finansal balon olarak kayıtlara geçmiştir.

Bir finansal balonun patlaması yatırımcılar için çoğunlukla kişisel bir felaketi ifade etmekle beraber ekonominin diğer tüm sektörlerine de sirayet ederek finansal istikrarı tehlikeye atacak makroekonomik boyutta tehlike de arz etmektedir. Bu nedenle finansal balonların ortaya çıkış nedenleri, yayılma süreci ile patlama ile sona erişlerini incelemek büyük önem taşımaktadır.

Lalenin dayanıksız bir süs bitkisi olarak kolayca nakledilememe, saklanamama ve korunamaması nedeniyle finansal ürünlerde bulunmayan kendine has birtakım kısıtlamalara tabi olmasına rağmen tarihteki ilk geniş çaplı finansal balona neden olması dikkat çekmektedir.

Mevsimsel sınırlamalar nedeniyle yılın ancak hayli kısıtlı bir bölümünde alınıp satılabilen lalenin tüm yıl boyunca alınıp satılması için 1636'lardan başlayarak yoğun şekilde türev ürünler yoluyla işlem görmeye başladığı anlaşılmaktadır. Türev işlemlerin yaygınlaşmasıyla hızla artan kaldıraç miktarı tüm sistemin hassas bir

denge üzerinde konumlanmasına neden olmuştur. Hem arz hem de talep yönlü birtakım şoklar piyasa dinamiklerini etkileyecek politika değişikliklerine neden olarak sistemin hızla istikrarsızlaşmasına ve 1637 yılında lale piyasasının ciddi kayıplar eşliğinde çökmesine neden olmuştur.

Yüzyıllar boyu pek çok çalışmaya konu olan Lale Cinneti'nin çeşitli tarihçi ve ekonomistler tarafından değerlendirildiği ancak her hususta fikir birliği olmadığı anlaşılmaktadır. Lale Cinneti'ni fiyatların tamamen çığırından çıktığı irrasyonel bir dönem olarak tanıtan bilim insanları bulunurken, fiyatların düzenlemelere hızlı bir şekilde uyum sağladığı etkin bir piyasada meydana gelerek temel piyasa dinamiklerini yansıttığını savlayanlar da bulunmaktadır. Bu dönemi inceleyen çalışmalarda kullanılan fiyat ve hacim verilerinin hayli eksik olduğu unutulmamalıdır.

Bu çalışmada Lale Cinneti olarak anılan dönemin ortaya çıkmasına neden olan ekonomik, siyasi ve sosyal nedenler ayrıntılarıyla masaya yatırılmaktadır. Laleye özgü fiziksel özellikler ile lale piyasasının işleyişi yanında dönemin yatırımcı eğilimleri ve düzenleyici iklimin de Lale Cinneti'nin ortaya çıkması üzerindeki etkileri bu çalışmada incelenmektedir.

SİYASİ VE SOSYAL ÇERÇEVE: ALTIN ÇAĞ

16. yüzyılın sonundan 18. yüzyılın başına kadar geçen süre ticaret, sanayi, bilim, sanat ve askeriye dallarında dünyanın zirvesine oturan Hollanda'nın altın çağı olarak nitelendirilmektedir. Hollanda Mucizesi olarak anılan bu dönem komşu ülkelerdeki mutlak monarşinin aksine nispeten daha katılımcı bir yönetim şeklinin benimsenmesinden olumlu etkilenmiştir.

Kutsal Roma İmparatorluğu'nun bir parçası olan Felemenk eyaletleri yüksek vergiler ve Protestanlara zulmedildiği gerekçesiyle 1568 yılında isyan etmiştir. Dönemin küresel lideri İspanya ile Avusturya ve Kutsal Roma İmparatorluğu'na hükmeden Habsburg Hanedanlığı'nın kanlı müdahalelerine rağmen yedi Felemenk eyaletinin birleşmesiyle 1579'da Hollanda Cumhuriyeti (Birleşik Eyaletler) kurulmuştur. Seksen Yıl Savaşları'nı tetikleyen bu olaylar ilerleyen yıllarda tüm

kıta geneline sıçrayarak Katolikler ile Protestanların çatışmasına sahne olan Otuz Yıl Savaşları'nın yaşanmasına neden olmuştur.

Güçlü bir hükümdar ve merkezi bir bürokrasinin yer aldığı bir yöntemden ziyade yedi eyaletin bağımsızlığı ile karakterize edilen bir yönetim yapısı Hollanda Cumhuriyeti'nde benimsenmiş, merkezi Lahey'de bulunan federal organ dışişleri ve savunma gibi hususlarla ilgilenirken diğer pek çok konu bölgesel düzeyde düzenlenmek üzere eyaletlere bırakılmıştır. Tarihsel olarak alışlagelmiş soyluların yönetime hâkim olduğu mutlakiyetçi zihniyetten ziyade cumhuriyetin bir yönetim biçimi olarak benimsendiği bir sistemin Hollanda'da yeşermesi Altın Çağ'ın en önemli etkenlerinden birini teşkil etmiştir.

Görsel 1: Hollanda Cumhuriyeti (Kuzey) ile İspanyol Hollanda (Güney)



İspanyol yönetimine başkaldırarak bağımsızlık elde eden yedi eyalet büyük ölçüde Hollanda'ya meydana getirirken güneyde yer alan eyaletler

İspanyol yönetiminde kalarak bugünkü Belçika ve Lüksemburg'u meydana getirmiştir.

Hollanda Cumhuriyeti'nin ilanından sonra İspanya yönetiminde kalan Güney Hollanda sınırlarındaki Anvers'ten kuzeye göçmeleri için burada yaşayan Kalvinistlere izin verilmiştir. Güneydeki varlıklı Kalvinistlerin kuzey Hollanda'ya yerleşmeleri yanında İspanya'da engizisyonundan kaçan Sefarad Museviler ile Fransa'dan kaçan Protestanların da kuzeye sığınması Avrupa'nın en zengin ve aydın nüfusunun Hollanda'ya göçmesine neden olmuş ve beşeri sermaye kalitesindeki bu artış Hollanda Altın Çağ'ının fitilini ateşlemiştir.

Federal sistemin bir meyvesi olan dağıtık yönetim anlayışı herhangi bir kilise veya görüşün entelektüel hayata tamamen hükmetmesini engelleyerek özgürlükçü bir

düşünce ortamının filizlenmesine neden olmuştur.

Nitekim, Fransız felsefeci Descartes'tan, liberalizmin kurucusu Britanyalı düşünür Locke'a kadar pek çok düşünür çalışmalarını sürdürmek için Hollanda'yı tercih etmiştir.

Hollanda 17. yüzyılda Avrupa'da en yüksek göç alan ülke olmuştur. Artan ticari faaliyetler sonucu biriken sermayeyle ortaya çıkan iş fırsatları yanında kapsamlı din özgürlüğü nedeniyle bu dönemde Amsterdam Avrupa'da en yüksek nüfus artışını kaydetmiştir.

1575'te kurulan Leiden Üniversitesi 1645'te Hollanda'nın Altın Çağı'nda Protestan dünyasının en büyük üniversitesi unvanını almıştır. 1614 yılında kurulan Groningen Üniversitesi ise Leiden Üniversitesi ile beraber dünyadaki ilk modern uluslararası yüksek öğrenim kurumu olma özelliğini kazanmıştır. Bu üniversitelerde tahsil gören öğrencilerin yaklaşık yarısı yurtdışından gelen uluslararası öğrencilerden meydana gelmiştir. Gelişmiş matbaa endüstrisi ile yaygın basın özgürlüğü Hollanda'nın bu dönemde bir bilgi merkezi olarak sivrilmesini sağlarken başta İngiltere olmak üzere komşu ülkelerin geleceğini de önemli ölçüde etkilemiştir.

EKONOMİK SÜPER GÜÇ

16. yüzyılın sonlarına doğru başta Hollanda olmak üzere kuzey Avrupa'ya yoğun göç şeklinde vuku bulan ekonomik, siyasi ve sosyal değişiklikler Kuzey Avrupa'nın dünyanın en önemli ekonomik bölgesi halinde dönüşmesine neden olurken 16. yüzyılda İberya'ya atfedilen ekonomik üstünlüğün kuzeye kayacak şekilde eksen değiştirmesine sebep olmuştur.

Kentleşmenin hızla yükseldiği 17. yüzyılda toplam (kuzey) Hollanda nüfusunun %30'undan fazlası şehirlerde yaşamaya başlamış, kentleşme oranı Portekiz (%17) ve İtalya'nın (%14) önünde yer almıştır. Hızlı kentleşme neticesinde hızlanan ticari faaliyetler yanında vebanın neden olduğu ölümler işgücüne olan talebi artırarak maaşların reel olarak artmasına neden olmuştur. Bu dönemde hayat standartlarının en yüksek olduğu ülke Hollanda olurken tarihte ilk kez ihtiyarı harcanabilir gelire sahip yaygın bir yatırımcı kitlesi ortaya çıkmıştır. Bu yatırımcı kitlesinin ortaya çıkışı Lale Cinnetinin cereyan etmesinde büyük rol oynamıştır.

Diğer yandan, İspanya ile savaşın yatışması ve yaygın ölümlere neden olan veba 17. yüzyılda bireylerin davranışları üzerinde önemli iz bırakmıştır. Salgın nedeniyle idrak edilen yaşamın belirsizliği şimdiki zamanı odak alan bir kısa vadeli anlayışı beslemiştir. Muazzam yenilik, buluş ve icatlar küresel dünya ticaretinin hakimiyeti ile birleştiğinde yatırımcıların son derece özgüvenli davranmasına neden olmuştur. Uzun vadeli düşünmenin bir zaman kaybı olarak değerlendirildiği bu dönemde görülen aşırı güven Lale Cinnetinin ortaya çıkmasında önemli bir etken olmuştur.

Baltık ülkeleri ile Polonya-Litvanya Birliği'nin bulunduğu Kuzey Avrupa, İberya ve Fransa'nın yer aldığı Güney Avrupa ve Kutsal Roma İmparatorluğu'nun yer aldığı Orta Avrupa'nın kesişiminde bulunan Hollanda coğrafi konumu nedeniyle tuz, şeker, şarap, kumaş, gümüş, baharat, tahıl, balıkçılık, mandıracılık gibi pek çok ürün ile haklarından mahrum bırakılarak zorla satılan insanların hem eski hem de

yeni dünya arasında ticarete konu olmasına neden olmuştur.

Varlıklı tacirlerle esnaf ve sanatkarların önemli bölümünün mensubu bulunduğu Protestanların Amsterdam'a yerleşmesiyle 1630'lu yıllardan itibaren Amsterdam dünyanın lider ticaret merkezlerinden biri olurken Amsterdam limanı da dünyanın en büyük limanı unvanını kazanmıştır. Sayısız su yolu, kanal ve denize dayanan yaygın ve etkin altyapı ticareti kolaylaştırmış ve artırmıştır. Ülke geneline yayılan yel değirmenleriyle şehir merkezlerine kanallarla kolayca taşınan turba (kömürü) endüstrinin gelişmesi için gerekli düşük maliyetli enerjiyi sağlamıştır. Rüzgar enerjisinden elde edilen enerjiyle hayat bulan kereste fabrikaları Hollanda'nın küresel ticari filosunun oluşturulmasını sağlarken denizlere hükmeden donanmasının da temel yapıtaşını teşkil etmiştir.

Önceden İspanya ve Portekiz'in egemen olduğu kıtalararası ticarete liderlik, güçlü deniz taşımacılığı sayesinde 17. yüzyıl boyunca kademeli olarak Hollanda'ya geçmiştir. 1602 yılında faaliyete geçen Hollanda Doğu Hindistan Şirketi (Dutch East India Company) tüm Asya ticareti üzerinde iki yüzyıl boyunca sürdüreceği tekeli bu dönemde elde etmiş ve 17. yüzyılın en büyük ticari işletmesi olarak sivrilmiştir. Şirket Nagasaki açıklarındaki ticaret yerleşkesiyle Japonya ve Çin ticaretine hâkim olurken Japonya'nın 19. yüzyıla kadar Batı'ya açılan tek kapı olma vazifesini görmüştür. Bu dönemde okyanus aşırı ticaret için özellikle İngiltere ile önemli çekişme yaşanmış, 17. yüzyılda Hollanda ile İngiltere arasında önemli bölümü denizlerde gerçekleşmiş üç savaş yapılmış, İngiltere'nin 19. yüzyılda ciddi bir rakip olarak küresel süper güç olmasına kadar Hollanda, Hindistan ve Doğu Asya ile olan ticarete hükmetmiştir.

17. yüzyılda küresel ticari faaliyetleri yürütmek için farklı kıtalarda yer alan Hollanda kolonileri kurulmuştur. Bunların en önemlileri Güney Amerika (Surinam, Recife), Afrika (Cape Town), Endonezya (Java), Japonya (Nagasaki) ve Kuzey Amerika'da (New Amsterdam; sonra New York ismini alıyor) yer almıştır.

Bu dönemde karaya oranla ucuz olan deniz taşımacılığının yaygınlığı sonucunda nakliyat maliyetlerinin sınırlılığı fiyatların ölçsüz artmasını engellemiştir. Maliyetlerdeki bu azalış tüm ürünlere yansiyarak hayat standartlarının yükselmesine neden olmuştur. Biriken sermaye ile ülke genelinde önemli ölçüde refah elde edilmiş, dünyanın dört bir yerinden gelen hammadde bolluğunda pek çok ürünün fiyatında önemli istikrar sağlanmıştır.

Küresel ekonomideki ağırlığı nedeniyle Hollanda bu dönemde büyük sermaye girişlerine tanıklık etmiştir. Amsterdam'daki bankacılık sisteminin istikrar ve güvenilirliği sayesinde yeni dünyada keşfedilen büyük miktardaki kıymetli maden ile Japonya menşei emtia Amsterdam'a akmıştır. Para arzı sürecinde rezerv madenlerin önemi göz önünde bulundurulduğunda bu dönemde madeni para üretimindeki kayda değer artış lale fiyatlarının artışına katkıda bulunmuştur. Kıtalararası ticaret yüksek riskler yanında önemli kar fırsatını beraberinde getirirse de ülkenin deniz ticaretinden elde ettiği gelirlerin önemli kısmı Avrupa içi ticaretten kaynaklanmıştır. Bu dönemde toplam Avrupa ticaret hacminin yarısından fazlasının Hollanda tarafından yapıldığı tahmin edilmektedir.

Görsel 2: (Amsterdam Borsası Avlusu, Emanuel de Witte, 1653



Amsterdam Borsası "eski" Amsterdam'ın merkezinde, dünyaca ünlü Dam Meydanı'nda (Dam Square) 1602 yılında faaliyete geçmiştir. Dünyanın ilk "modern" borsası olarak emtia harici kıymetlerin de işlem gördüğü Amsterdam Borsası'nda ilk halka arz edilen şirket Hollanda

Doğu Hindistan Şirketi (Dutch East India Company) olmuştur.

Artan ticari faaliyetlerin finansmanını sağlamak için daha sonra Hollanda Merkez Bankası'na dönüşecek olan Amsterdam Bankası 1609 yılında kurulmuştur. Amsterdam Bankası'nın kurulması ödemelerin hızlı ve güvenli bir şekilde yapılmasını mümkün kılarken yeni girişimlerin finansman olanaklarını da artırmıştır. Risk yönetimi faaliyetleri tarafında ise 1612 yılında denizcilik faaliyetlerine yönelik sigorta işlemleri için belediye nezdinde bir oda kurulmuştur. Gene 1612 yılında tüm mallara ilişkin arz ve talebin durumunu yansıtan fiyat listesi kayıtlarını tutmakla sorumlu yaklaşık üç yüz uzman ve lisanslı komisyoncu sürekli bilgi akışı sağlayarak hem yerli hem de yabancı tacirlerin faaliyetlerinin istikrarlı bir şekilde koordine edilmesini sağlamaya başlamıştır 1613 yılına gelindiğinde ise haftalık resmi fiyat listeleri abonelikle alınmak üzere yayımlanmaya başlamıştır.

LALE EKONOMİSİ

Kuzeybatı Avrupa'ya laleyi ilk kimin getirdiği kesin olarak bilinmemekle birlikte en çok kabul gören rivayet lalenin 16. yüzyılın ortasında Osmanlı İmparatorluğu'ndan Avusturyalılara geçtiği şeklindedir. Avusturya İmparatorluğu'nun Kanuni Sultan Süleyman dönemindeki büyükelçisi Ogier Ghislain de Busbecq'in 1554'te Konstantiniyye'ye (İstanbul) vardikten kısa bir süre sonra zorlu mevsim şartlarına rağmen güzelliklerini koruyan lalelerden etkilenip batıya bir demet soğan göndererek laleyi Avrupa'ya tanıttığı iddia edilmektedir. Lalenin dekoratif süs bitkisi niteliğiyle ilk kez bir saraydan batıya gönderilmesi lalenin ilerleyen yıllarda seçkin bir lüks ürün olarak yükselişine katkıda bulunmuştur. Hanedanlıklardaki ağırlığı göz önünde bulundurulduğunda pek

çok çeşit laleye amiral ya da general gibi görkemli isimlerin verilmesi rastlantı değildir.

Doğu Akdeniz'den Batı Avrupa'ya kayda değer ilk lale sevkiyatı ise 1562'de Konstantiniyye'den Anvers'e (Antwerp, Belçika) seyahat eden bir ticaret gemisiyle yapılmıştır. Bu dönemden itibaren başta soylular olmak üzere toplumun tüm kesimlerinde lale ilgisi kademeli olarak artmıştır. 1592'de lale hakkındaki ilk önemli akademik çalışmayı tamamlayan ünlü botanist Carolus Clusius Leiden Üniversitesi'nde yeni kurulan Hortus Botanicus'un direktörlüğüne atanmıştır. 1593 sonlarında üniversite bünyesinde lale bahçesinin hayata geçirilmesiyle 1594 Hollanda'da lalenin ilk çiçeklenme tarihi

olarak kabul edilmiştir. Leiden'deki laleye ilişkin akademik çalışmalar Hollanda'da lale endüstrisinin yükselişine öncülük etmiştir.

Zarifliği ve nadirliği nedeniyle Batı'da ilk yaygınlaşmaya başladığından itibaren büyük beğeni toplayan lale tarihteki ilk geniş çaplı finansal balonun kaynağını teşkil etmiştir. İlk finansal balon olarak anılan Lale Cinneti Hollanda'da 1630'lu yılların başından başlayarak 1637 yılında yüklü yatırımcı kayıpları eşliğinde sona ermiştir.

Lale geleneksel finansal yatırımların aksine herhangi bir nakit akışı sağlamamak yanında en fazla birkaç yıllık ömre sahiptir. Dekoratif amaçlı kullanılan çok yıllık, soğanlı bir süs bitkisi olan lalenin içsel bir değere sahip olmamasına rağmen küresel düzeyde bir finansal balona neden olması şaşırtıcıdır.

En cazip lalelerin fiyatları bu dönemde ortalama bir maaşın yüzlerce katına kadar çıkmış, sıradan lalelerin fiyatları bile hayli yüksek rakamlara ulaşmıştır. Cinnetin ayyuka çıktığı Kasım 1636 ile Şubat 1637 arasında birçok lale fiyatı tarihsel ortalamalarının yirmi katına kadar yükselmiştir.

Laleyi diğer tüm çiçeklerden farklı kılan özelliklerini anlamak Lale Cinnetini anlamada büyük önem arz etmektedir. Lale büyük, gösterişli ve parlak çiçeklere sahip olup genellikle beyaz, sarı, pembe ve kırmızı renklindedir. Diğer süs bitkilerine göre daha canlı bir görünüme sahip lalenin bu sureti çetin Kuzey Avrupa ikliminde uzunca bir süre koruyabilmesi halk nezdinde cazibesini artırmıştır.

Lale hem çiçeğinde yer alan tohumlardan hem de soğanın üzerinde bulunan tomurcuklardan çoğaltılabilmektedir. Lale Nisan veya Mayıs'ta çiçek açtığında ana soğan solarken yerini pek çok yeni

tomurcuk taşıyan yenilenmiş genç bir soğan almaktadır. Bu yeni tomurcuklardan elde edilen lale miktarı sınırlı olup ikame oranı %100-150 ile hayli düşüktür. Tohumdan elde edilen lale miktarı ise daha yüksek olsa da yetiştirme süreci 7 ila 12 yıl sürmektedir. Bu durumda, iki yetiştirme yöntemi de kayda değer bir arz artışını sağlama konusunda hayli yetersizdir.

Görsel 3: Semper Augustus (Lale Kitabı, Judith Leyster, 1643)



Tüm lale çeşitleri arasında Hollandalıları en çok büyüleyen alacalı renkleriyle meşhur Semper Augustus güzellik ve nedretiyle nam salmıştır.

Lale Cinnetinde bazı lalelerin benzersiz görünümleri nedeniyle fahiş fiyatlara yükseldiği görülmüştür. Bu lalelerin taç yapraklarındaki canlı renk, benzersiz desen ve alışılmadık alevler bir virüsün çiçeği "kırmamasıyla" ortaya çıkmaktadır. Virüs sayesinde ortaya çıkan özgün tasarım yalnızca tomurcuk bazlı üreme yöntemiyle

elde edilmektedir. Bu durum lalenin çekiciliğini önemli ölçüde artırsa da virüs soğanın üreme yeteneğini de kayda değer ölçüde azaltmaktadır. Bu dönemde en meşhur ve rağbet gören "kırılmış" lale ise bugün soyu tükenmiş *Semper Augustus* olmuştur.

Lale Cinnetin zirve yaptığı Şubat 1637'de piyasada hayli sınırlı sayıda bulunan *Semper Augustus* ev fiyatları ile yarışır değerlere yükselmiştir. Beyaz veya sarı zemin üzerinde kırmızı ve morun yarattığı zıtlık laleye benzersiz güzelliğini verse de bu desen laleyi önce zayıflatıp ardından solduran bir virüsten kaynaklanmaktaydı. Virüs bulaşmış bir çiçek "kırılmış" olarak nitelenirken bir çiçeğin kırılıp kırılmayacağını veya ne zaman kırılacağını önceden belirlemenin herhangi bir yolu bulunmamaktaydı. Bu öngörülemeyen olgu lalenin cazibesini artırırken baharat ve porselen gibi ender ürünlerin işlem gördüğü diğer piyasalarda olduğu gibi lale piyasasında da yatırımcıların riskli (işlem) iştahını körüklemiştir.

Lale yılın büyük bir bölümünde toprağa gömülü olmak zorunda olduğu için soğanlar fiziksel olarak ancak Mayıs ile Eylül ayları arasında alınıp satılabiliyordu. Bu durum lale ticaretinin ancak sınırlı bir pencerede gerçekleştirilmesine neden oluyordu. İşlemlerin yıl boyunca devam etmesine olanak tanımak için alıcıların önceden belirlenmiş bir fiyattan alım yapması ve satıcıların da önceden belirlenmiş bir fiyattan satış yapmasına olanak tanıyacak noter tasdikli sözleşmeler (türev ürünler) 1636 yılında türemiştir. Dönemin meşhur vadeli işlem sözleşmeleri için alıcıların başlangıçta sıklıkla ancak sınırlı nakit ödemede bulunduğu, çoğunlukla kişisel mallarla aynı bir teminat ödediği görülmüştür. Sınırlı likiditenin bulunduğu günün koşullarında bile vadeli işlemler bu nedenle hızla türemiştir. Alıcının teslimat

tarihinde daha yüksek fiyat ödemeye niyetli bir başka alıcı bulma ihtimaliyle satıcıya teslimatta ödeme yapmayı taahhüt etmesi ve bunu kişisel mallarla teminatlandırması alıcının lale fiyatlarındaki değişime yüksek riskle maruz kalmasına neden olmuştur.

Piyasada likiditeyi önemli ölçüde artıran bu gelişme beraberinde birtakım sorunlar da getirmiştir. Çoğu alıcı hasata ilişkin belirsizlik nedeniyle ne aldığından emin değilken mülkiyet alıcıya geçtiği için satıcı lalelerin bakımını önemsememeye yönelmiştir. Soğanın başka bir alıcıya daha yüksek fiyattan satılabileceği varsayımı altında vadeli işlem yaparken alıcıların çoğunlukla kişisel mallarını teminat olarak gösterdikleri ve aradaki farkı teslimatta nakit olarak ödemeyi vaat ettiği görülmektedir. Teminatın çoğunlukla toplam fiyatın hayli sınırlı bir bölümünü oluşturması sistemde kullanılan kaldıracın etkisini önemli ölçüde artırmıştır. Spekülatörlerin toplam bedelin ancak kısıtlı bir bölümünü nakden ödeyerek geri kalanı için borçlanması sistemde önemli oranda kaldıracın birikmesine neden olmuştur.

Önceleri çoğu lale kiloyla satılacak kadar ucuzken 1630'lara gelindiğinde lalenin fiyatı önemli ölçüde artmış, hızlı fiyat artışı finansal yatırımcıların da dikkatini çekmeye başlamıştır. Bu dönemde lale yalnızca ender güzelliği nedeniyle değil, cazip kar imkanı nedeniyle de arzu edilir hale gelmiştir. 1633 yılında üç adet ender soğanın bir çiftlik evi fiyatına satıldığı kayıtlara yansımıştır. 1633'ü takip eden dört yıl boyunca fiyatların sürekli yükseldiği dönemde nadir bir *Violetten Admiraal van Enkhuizen*'in 5.200 guldene satılması o zamana kadar ulaşılan en yüksek fiyatı ifade etmiştir. Bu dönemde bir zanaatkar yılda ortalama 300-400 gulden kazanırken varlıklı bir tacir yılda 1.000 gulden gelir elde etmekteydi.

LALE CİNNETİ

Lale Cınnetinin zirve yaptığı dönem 1636-1637 yıllarına rastlamaktadır. Bu dönemde bazı soğanların günde on defa el değiştirmesi artık normal karşılanmaktaydı. Soylulardan vatandaşlara çiftçilerden denizcilere hayatın her alanından yatırımcılar lale işlemleri yapmaya başlamıştır. Bu dönemde her servet düzeyinden yatırımcının varlıklarını hızla nakde çevirerek lalelere yatırım yapmaya başladığı görülmüştür. Zenginler bu süreçte laleleri dekoratif amaçlarla sergilemekten öte yüksek karla yeniden satmak için satın almaya başlamıştır. Bu dönemde lale piyasasında işlem yapan birçok yatırımcı birdenbire zengin olmuş, herkes lale tutkusunun sonsuza kadar süreceğini ve dünyanın her yerinden varlıklı yatırımcıların lale için Hollanda piyasalarına yatırım yapacağını hayal etmiştir.

Bu dönemde küresel ticaretin zirvesine oturan Hollanda'da özellikle tacirlerin uzak diyarlarla ticaret yaparak zenginleştiği görülse de halkın önemli bölümü çiftçi ve zanaatkar olarak ancak geçimini sağlamaktaydı. Dar gelirli kesim için 1630'lerden başlayarak lale işlemleri ile gelir sağlamak bu nedenle hayli cazip bir uğraşı haline gelmiştir.

Lale Cınnetine yönelik çalışmaların önemli çoğunluğu fiyatların ayyuka çıktığı Kasım 1636 ile Şubat 1637 arasındaki dönemi incelemektedir. Ancak fiyatların cınnete kadar istikrarlı bir şekilde yükseldiği 1630'lerden başlayan dönem göz ardı edilmemelidir. Öyle ki, cınneti Kasım 1936 öncesi ve sonrası şeklinde iki ayrı faz olarak ele almak cınneti anlama açısından büyük önem arz etmektedir. 2000li yıllara kadar yapılan çalışmalar cınnetin çoğunlukla ikinci fazına yoğunlaşırken bu dönemde başlayan çalışmalar fiyatların hızla

yükselmesine neden olan ekonomik gelişmeler ile düzenleyici yaklaşımların etkisini de ortaya koymuştur.

Görsel 4: Cınnet (Lale Cınneti Alegorisi, Jan Brueghel the Younger, 1640)



Dönemin ünlü tacir, sanatçı ve politikacılarının lale piyasasında işlem yapmaya başlaması "ünlü etkisi" nedeniyle toplumun tüm kesimlerinin işlem yapmasını tetiklemiştir. Brueghel Cınnet isimli eserinde maymunların lale alışverişini resmederek yatırımcıları hicvetmiştir.

Otuz Yıl Savaşları ve Diğer Etkenler

Ekim 1636'da lale fiyatlarında görülen büyük çöküş Avrupa tarihinin en kanlı harplerinden Otuz Yıl Savaşlarının ilk bölümünün sonuna rastlamaktadır. Protestan İsveç, Danimarka ve Hollanda yanında yer alan Katolik Fransızlar daha çok dini gerekçelerle üç yüz yıl boyunca Kutsal Roma İmparatorluğu'na hükmetmiş Habsburg Hanedanlığı'nın yönettiği İspanya ve Avusturya ile bu dönemde savaşmıştır. Hem Protestan hem de Katoliklerden meydana gelen Kutsal Roma İmparatorluğu için bir iç savaş niteliği taşıyan Otuz Yıl Savaşlarının ilk bölümünde önemli bir tüketici grubu olan Germenlerin geçici de olsa üstünlük sağlaması lale piyasasını olumlu etkilemiştir.

Kutsal Roma İmparatorluğu'nun güçlenmesini istemeyen Fransızların 1635'de İsveç tarafında savaşa katılmasıyla başlayan süreçte Germenlerin Fransa içlerine kadar ilerleyerek Fransa'yı mağlup etmesi savaşın Germenler lehine sonuçlanacağı işaretini verirken talebi olumlu etkileyen bu gelişmeler neticesinde lale fiyatları 1630'lardan itibaren 1636 sonbaharına kadar önemli ölçüde yükselmiştir. Pek çok lale fiyatının bu dönemde birkaç katına çıktığı görülmüştür.

1635 sonbaharından başlayarak fiyatlar hızlıca yükselmiş, giderek daha fazla yatırımcı piyasaya girerken fiyatlar da tamamen zıvanadan çıkmıştır. 1636 yılına gelindiğinde laleler kasabalara kadar pek çok Hollanda yerleşim merkezinde günlük olarak işlem görür hale gelmiştir. 1636 sonbaharına gelindiğinde tek bir lale birkaç yıllık ortalama maaşa eşitlenmişken en cazip soğanlar onlarca yıllık ortalama maaşla fiyatlandırılmıştır.

Veba salgını nedeniyle geleceğe ilişkin belirsizliklerle birleşen ekonomik iyimserlik piyasadaki önemli fiyat artışını kızıştırmıştır. İçsel değerden yoksun laleye olan talebin sonsuza kadar yükseleceğine inanan yatırımcılar sadece en son fiyata yoğunlaşırken fiyatların tarihsel ortalamadan bağımsız şekilde sınırsız artacağına inanmıştır.

Ancak Ekim 1636'da Fransızların İsveçlilerin desteğiyle Germenleri beklenmedik şekilde yenilgiye uğratması savaşın seyrini değiştirmiş, önemli bir tüketici grubu olan Germenlerin laleye olan talebini önemli ölçüde zayıflatmıştır. Çoğunlukla kalelerin etrafındaki kırsal bölgelerde yetiştiriciliği yapılan lalelerin muharebe ve isyanlara karşı korunaksız olması üreticilerin laleleri hızla tarlalardan kaldırarak piyasaya sürmesine neden olmuştur. Daralan talebe hızla artan arz da

eklenince Hollanda'daki lale fiyatları Kasım 1636'da Ekim ayındaki zirvenin 1/7'sine düşmüştür.

Telafi Düzenlemeleri

Lale Cinnetinin ikinci fazı olarak adlandırılabilir Kasım 1636'dan itibaren başlayan döneme ilk fazda ortaya çıkan vadeli işlem sözleşmesi alıcılarının yüklü kayıplarını telafi etmek üzere yapılan düzenlemeler damga vurmuştur. Bu döneme kadar ekonomi yönetiminin piyasaya doğrudan müdahale etmekten kaçındığı görülmektedir. Bununla beraber fiyatları desteklemek için piyasa oyuncularının girişimleri sonuçsuz kalmış, düşen fiyatlarla çığlaşan yatırımcı kayıpları ekonomi yönetimi üzerinde müdahale etme yönündeki siyasi baskıyı artırmıştır. Hollanda Cumhuriyeti'nde hukuki temeli henüz netleşmemiş türev sözleşmelerinin mahkemelerce infazının yapılmaması ekonomi yönetimine yönelik müdahaleci talepleri de artırmıştır.

Kasım 1636'da lale fiyatlarındaki önemli gerilemeyle vadeli işlemlerin satış tarafı olan lale yetiştiricileri yüklü kaldıraçla işlem yapan alıcılar pahasına önemli getiriler elde etmiştir. Önemli bir kısmı varlıklı tüccar ve devlet yetkililerinden meydana gelen alıcılar piyasadaki çakılmanın ardından üreticilerle bir araya gelerek kayıplarının giderilmesi yönünde görüşmelerde bulunmuştur. Bu müzakerelerde alıcılar fiyattaki hızlı gerileme nedeniyle yetiştiricilerin "haksız" kazanç sağladığını, lale yatırımları bulunan alıcıların adaletsiz bir şekilde zarara uğratıldığını iddia etmiştir. Kutsal Roma İmparatorluğu'nun savaştaki üstünlüğünün zayıflamasının lale piyasası üzerindeki etkisini önceden kestirebilmekle itham ettikleri yetiştiricilerin haksız kazanç elde ettiği iddiası ile tüccar ve devlet görevlilerinin baskısıyla piyasanın yeniden düzenlenmesi

kararı alınmıştır. Yeni hükümler vadeli sözleşmelerde alım tarafının taahhüt ettiği fiyattan alım yükümlülüğünü ortadan kaldırırken lale karşılığında sözleşme fiyatının sabit bir yüzdesini ödeme hakkı getirmiştir.

Bir diğer deyişle yapılan düzenlemelerle vadeli işlemler alım opsiyonlarına, vadeli sözleşmelerdeki uzlaşma fiyatı ise opsiyonlardaki kullanım fiyatına dönüştürülmüştür. Bu sayede alıcılar fiyatların çakıldığı durumda laleleri önceden belirlenmiş nispeten yüksek fiyatlara satın almak zorunluluğundan sıyrılmıştır. Buna karşılık, sözleşmede alıcı taraf satıcı tarafa bir opsiyon primi ödeyecektir.

Görüşmeler sürerken vadeli işlem sözleşmelerinin opsiyon sözleşmelerine dönüştürüldüğü söylentisi yayılmış, sözleşme fiyatları da buna cevaben önemli ölçüde artışa geçmiştir.

Uzun süren müzakereler sonucu lale üreticileri mevcut sözleşmeleri vadeli işlem niteliğinden opsiyon niteliğine çevirecek hükümleri kabul etmiş, opsiyon priminin sözleşme tutarının %10'una tekabül edecek şekilde kurgulanmasını istemiştir. Lale yetiştiricileri ile yatırımcılar arasında ortaya çıkan çıkar çatışması bu noktadan sonra neredeyse tamamen ödenecek opsiyon primi üzerinde odaklanmıştır. Uzun süren müzakereler sonucu opsiyon priminin sözleşme tutarının %3,5'ine denk gelmesi yönünde karara varılmıştır. Üreticiler ayrıca sözleşme dönüşüm tarihinin de önerilen Ekim ayından sonra olmasında diretmiştir. Üreticiler Şubat 1637'de sadece 30 Kasım 1636'dan sonra yapılan sözleşmelerin opsiyon sözleşmelerine dönüştürüleceğini bildirmiştir.

Böyle bir değişikliğin yatırımcıların ödemek isteyeceği fiyatta neden aşırı bir fark yaratacağı şu şekilde açıklanabilmektedir:

Vadeli işlem sözleşmesi bir laleyi gelecekte teslim almak için bugünden tüm fiyatı ödemeye razı olmak şeklinde ifade edilebilir. Teslimat sırasında spot fiyatın durumuna göre alıcı ve satıcı alım fiyatından kazanç veya kayıp elde eder. Buna karşın, laleyi dayanak varlık alan bir alım opsiyonu ile yatırımcı laleyi edinme zorunluluğu yerine sadece alma hakkını elde eder. Lale fiyatlarında artış olması durumunda opsiyonu kullanmayı tercih eden yatırımcı fiyatların düşmesi durumunda sadece opsiyon primi maliyetine katlanarak alımdan vazgeçebilir. Alıcı açısından riski ortadan kaldırdığı için yükselen bir piyasada opsiyon sözleşmelerinin cazibesinin hızla artması buradan hareketle anlaşılmaktadır.

Cinnet

Ekonomi yönetiminin Kasım 1636'da tüm vadeli işlem sözleşmelerini opsiyon sözleşmelerine dönüştüren düzenlemesi fiyatlarda muazzam bir yükselişe yol açmıştır. Şubat 1637'de ise bu yükselişi frenleme amacıyla vadeli işlemleri opsiyonlara çeviren bu düzenleme feshedilmiş ve cinnet ani bir frenle düşen fiyatlara eşlik eden yüklü kayıplar eşliğinde sona ermiştir.

Lale fiyatlarında ortaya çıkan bu olağanüstü artış nispeten kısa bir sürede üretim maliyeti ya da kullanım alanında herhangi bir değişim olmaksızın gerçekleştiğinden bir finansal balona delalet etmektedir. Şubat 1637'de toplam 90.000 guldenden hasılatı ulaşan bir müzayede ile tarihi zirveyi gören lale piyasası birkaç gün sonra gerçekleştirilen bir açık artırmada hiç pey verilmemesiyle hızla düşüşe geçmiştir.

Günler içinde panik ülke geneline yayılmış, tacirlerin talebi artırma çabalarına rağmen lale pazarı hızla çökmüştür. Piyasalarda güven tamamen yok olmuş ve aracıları panik sararken lale fiyatlarının önlenemez

düşüşü başlamıştır. Birkaç hafta önce 5.000 guldene satılan laleler sadece birkaç hafta içerisinde %99'a varan fahiş kayıplar kaydederek eski değerinin %1'ine kadar gerilemiştir.

Bu olayın ardından lale piyasası hızla çöküşe geçmiştir. 1637 baharına gelindiğinde lale fiyatları türüne göre 20 ila 100 kat düşüş kaydetmiştir. Yaygın olarak işlem gören lalelerin çoğu tamamen değersiz hale gelmiştir. Türev işlemlerle alınan lale her seferinde düşük bir peşinat ve yüklü kaldıraçla alındığı için her temerrüde düşen yatırımcı ardında ödenmemiş borçlarla giderek artan bir çığ bırakmıştır.

Temerrüde düşen yatırımcılar bu süreçte Hollanda'nın tüm şehirlerinde günbegün ilan edilmiştir. Birkaç ay önce Felemenk diyarında yoksulluk diye bir kavramın olduğundan kuşku duymaya başlayan yüzlerce yatırımcı kendilerini ansızın kimsenin satın almayacağı birkaç lale soğanının sahibi olarak bulmuştur. Kısa süreliğine zenginliği tadan birçok kişi

geçmişteki mütevazı hayatlarına hızla geri dönmek durumunda kalmıştır. Varlıklı tacirler neredeyse tüm mallarını kaybederken serveti yüzyıllara dayanan soylular sahip oldukları her şeyin kısa sürede yok olduğuna tanıklık etmiştir.

Lale Cinnetinin sona ermesiyle pek çok yatırımcı mahkemelik olmuş ve ekonomik durgunluk meydana gelmiştir. 18 ve 19. yüzyılda da lale piyasasında yer yer önemli düşüşler görülmeye devam edilse de Lale Cinnetinde kaydedilen olağanüstü kayıpların bir daha yaşanmadığı anlaşılmaktadır. Bununla beraber, bazı çalışmalar ekonomik sıkıntıların ancak varlıklı tüccar sınıfı ve spekülasyonda bulunan lale yetiştiricileri ile sınırlı kaldığını ifade etmektedir. Her durumda, Hollanda Cumhuriyeti 17. yüzyıldaki ekonomik süper güç konumunu sürdürmeyi başarmıştır.

Günümüzde 42 milyar dolarlık küresel çiçek ve süs bitkisi piyasasının yaklaşık %40'ına hükmeden Hollanda dünyanın en büyük çiçek ihracatçısı konumu sürdürmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Lalenin Avrupa kültürü için yeni ve egzotik olması, varlıklı kimselerin bahçelerini süsleyerek toplum içinde arzu edilir dekoratif bir eşyaya dönüşmesi ve yetiştirilmedeki kısıtlamalar nedeniyle arzının sınırlı olması, herhangi bir nakit akışı sağlamaması ya da içsel değere sahip olmamasına rağmen (örneğin hisse için temettü geliri, gayrimenkul için kira geliri gibi) 1630'lardan itibaren lale fiyatının gittikçe yükselmesine neden olmuştur. Bu dönemde ortaya çıkan bir virüs nedeniyle harikulade renklere sahip olmaya başlayan lale renklerine göre değerlendirilmiş, bu hiyerarşi içinde bazı lalelerin fiyatı fahiş seviyelere yükselmiştir.

Siyasi ve sosyal gelişmelerin ışığında hızla kalkınmaya başlayan Hollanda küresel bir ticaret merkezi haline gelmiş ve gelişmiş finansal piyasaları nedeniyle dünyanın dört bir yanından yatırımcı çekmeyi başarmıştır. Hollanda'nın Altın Çağı olarak anılan 17. yüzyıl piyasalarda balon oluşmasına yönelik makroekonomik koşulların ortaya çıkmasını desteklemiştir.

1630'larda patlak veren vebayla nüfustaki azalma işgücünün düşmesine neden olmuştur. Sonuç olarak işçi ücretleri artmış, bu nedenle de yeni tomurcuklanan bu yatırımcı grubunun lale spekülasyonunda bulunmak için fazladan tasarrufu ortaya çıkmıştır.

Laleye olan talep karşısında sadece iki ay süren bir üretim pazarı yetersiz kalmıştır. Bu nedenle lale işlemlerinin gerçekleştirilme yönteminde önemli bir değişiklik yapılması ekonomi yönetimince uygun görülmüştür. Yapılan düzenlemelerle sezon sonunda soğan karşılığında nakit değişimi yerine işlemler artık yılın herhangi bir zamanında bir sonraki hasat için vadeli işlemlerle yapılabilir hale gelmiştir. Bu değişiklikler artık dekoratif sebeplerden öte spekülasyon nedeniyle alım satımların yaygınlaşmasına neden olmuştur. Bu dönemde önemli şoklardan etkilenen lale piyasasında ortaya çıkan fiyat hareketlerinin makul bir ekonomik temeli bulunmaktadır.

Bununla birlikte, Kasım 1636'da Otuz Yıl Savaşları sebebiyle fiyatlardaki düşüş ertesinde yapılan düzenlemeler neticesinde fiyatlar hızla gerilemiştir. Ekonomi yönetiminin vadeli işlem sözleşmelerini opsiyon niteliğindeki sözleşmelere dönüştüren düzenlemesi fiyatlarda muazzam bir yükselişe yol açmıştır. Şubat 1637'de ise bu yükselişi frenleme amacıyla bu düzenleme fesh edilmiş, ardından Şubat 1637'de sıradan bir müzayedede de lale

için hiç pey verilmemiştir. İmkânsız olarak görülen laleye alıcı çıkmaması hadisesi ülke genelinde alıcılar arasında panik yaratmış ve hızla piyasadan çekilmelerinde neden olmuştur.

Sonuç olarak, yeni çalışmalar yaygın kanının aksine, Lale Cinneti olarak anılan dönemin fiyatların nedensizce çığırından çıktığı bir dönemi ifade etmediğini ortaya koymuştur. Bir diğer deyişle Lale Cinneti bir çılgınlığı değil dönemin ekonomik süper gücünün finansal piyasalarında görülen bir dönemi ifade etmektedir. Lale fiyatlarının ilk fazda önemli ölçüde yükselmesi bile balona delalet etse de fiyatları destekleyici birtakım ekonomik gelişmelerin gerçekleştiği göz ardı edilememektedir. Buna karşın, ikinci faz olarak anılan dönemde düzenlemelerde yapılan değişiklikler ise balonun sürdürülemez seviyelere yükselmesini tetiklemiş ve ardından gelen kaçınılmaz çöküşe de neden olmuştur. Kayıplarla gelen ülke genelindeki iflaslar pek çok yatırımcı için kişisel bir felaketi ifade etse de ekonomi üzerindeki etkisi sınırlı kalmış ve Hollanda Cumhuriyeti'nin 17. yüzyılda küresel ekonomiye hükmetmesine engel teşkil etmemiştir.

KAYNAKÇA

Tulipmania: Money, Honor and Knowledge in the Dutch Golden Age, Anne Goldgar (2007)

Bubbles, Booms and Busts: The Rise and Fall of Financial Assets, Donald Rapp (2009)

Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money, Douglas French (1992)

Boom Bustology: Spotting Financial Bubbles Before They Burst, Vikram Mansharamani (2011)

The World's First Stock Exchange, Lodewijk Petram (2014)

Financial Market: Bubbles and Crashes, Harold Vogel (2010)

Housing Bubbles: Origins and Consequences, Sergi Basco (2018)

The Tulipmania: Fact or Artifact, Earl Thompson (2006)

Review of Economic Bubbles, Victor Changa, Russell Newmanb, Robert John Waltersb ve Gary Brian Willsb (2016)

SERMAYE PİYASALARINDA COVID-19 ÖNLEMLERİ

Deniz Kahraman

2020 yılında dünyayı etkisi altına alan COVID-19 salgını tüm dünyada ekonomik faaliyetleri etkilemiş, hükümetler salgının makroekonomi, şirketler kesimi ve hanehalkı üzerindeki olumsuz etkilerini bertaraf etmek üzere çeşitli tedbir paketleri devreye alınmıştır. Salgının makroekonomik etkilerine Gösterge yayınının Yaz sayısında yayınlanan Pandemi Sonrası Ekonomik Görünüm konulu çalışmamızdan ulaşabilirsiniz.

COVID-19 salgınının finansal piyasalarda da çarpıcı etkileri olmuştur. Bu bilinmezlik ortamında finansal sistemin düzgün işleyişini sürdürmesi ve yatırımcıyı koruma amacıyla

düzenleyici kuruluşlar ve borsalar tarafından çeşitli önlemler alınmıştır.

Bu çalışmamızda pandeminin etkilerini hafifletmek üzere sermaye piyasası düzenleyici kuruluşlarının, borsaların ve özdüzenleyici kuruluşların aldığı önlemler değerlendirilecektir. Salgın neticesinde ekonomik aktivitenin hızla yavaşlaması, sermaye piyasalarına olan fon akımlarının dalgalanmasına neden olmakta, finansal sistemin işleyişini risk altına almaktadır. Riskleri gözetmek üzere hali hazırda uygulamada olan önlemlerin yanında, salgın koşullarında geçici olarak kurgulanan önlemler olduğu da görülmektedir.

DÜZENLEYİCİ KURULUŞ ÖNLEMLERİ

Daha önce benzerine fazla rastlanmamış olan yeni koronavirüs salgını finansal sistemin işleyişini ve sağlıklı fiyat oluşumunu temin etmek ve yatırımcıyı aşırı dalgalanmalardan korumak üzere düzenleyici kuruluşların çeşitli önlemler almasına neden olmuştur.

Bu önlemler, açığa satışın yasaklanması, şirketlerin kendi paylarını geri almasının kolaylaştırılması, riskler hakkında kamunun aydınlatılması, bazı menkul kıymetlerde işlemlerin durdurulması, yasal yükümlülüklerin tarihinde esneklik tanınması, kredili işlem kurlarının gözden geçirilmesi olarak özetlenebilir.

Açığa Satış Yasakları

Salgın nedeniyle finansal piyasalarda fiyatlama davranışının bozulma ihtimaline karşı düzenleyici kuruluşların bazıları tarafından geçici süreyle açığa satış yasakları getirilirken, bazı düzenleyici kuruluşlar ise açığa

satışı yasaklamayıp geçici süreyle yukarı adım kuralı getirmiştir. Bazı ülkelerde açığa satış yasağı belirli pay senetlerine kısa bir süreliğine uygulanırken, bazılarında ise tüm pay senetlerine uygulanmaktadır. Ayrıca, bazı ülkeler piyasa yapıcılığı kapsamında gerçekleştirilen işlemlere istisna tanımıştır.

Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA) 16 Mart 2020 tarihinde yayınladığı kararla mevcut düzenleme uyarınca halka açık bir şirketin ödenmiş sermayesinin %0,2'sini açığa satan kişinin otoriteye bildirim yapması zorunluluğunu %0,1 oranına çekmiştir. Belirlenen yeni oran üzerinden bildirim yükümlülüğü uygulamasına 18 Aralık 2020 tarihine kadar devam edilmektedir.

ESMA'nın almış olduğu tedbirin yanı sıra, Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ulusal düzenleyici kuruluşları da fiyatları aşırı düşen pay senetlerinde açığa satışını yasaklamıştır. Örneğin

İtalya Borsası'nda ana pazarda işlem gören ve 12 Mart itibarıyla önceki gün kapanışına göre %10'dan fazla düşüş kaydeden 85 pay senesinde 13 Mart tarihinde tek gün süreyle açığa satış yasağı uygulanmıştır.

Malezya: Sermaye Piyasası Düzenleyici Kurulu (SC) ve Malezya Borsası 23 Mart 2020 tarihi itibarıyla küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik nedeniyle açığa satış yasağı getirmiştir. İlk duyuruda 30 Nisan'a kadar sürmesi öngörülen açığa satış yasağının süresi iki kez uzatılmıştır. Halihazırda 31 Aralık 2020 tarihine kadar süreceği duyurulmuştur.

Güney Kore: Sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu Financial Services Commission (FSC) 13 Mart'ta almış olduğu kararla 6 ay süreyle KOSPI, KOSDAQ ve KONEX piyasalarında açığa satışın yasaklanmasına karar vermiştir. 27 Ağustos itibarıyla düzenleyici kuruluş açığa satış yasağını 15 Mart 2021'e kadar uzatmıştır.

Endonezya: 2 Mart 2020 tarihinden itibaren ikinci bir duyuruya kadar düzenleyici kuruluş tarafından Endonezya Borsası'nda (IDX) açığa satış yasaklanmıştır.

Tayland: Düzenleyici kuruluş tarafından açığa satış yasaklanmamış, Borsa tarafından 13 Mart tarihinde açığa satışın sadece piyasa fiyatının üst kademesinden yapılabilmesine izin veren yukarı adım kuralı getirilmiştir.

Tayvan: Mevcut düzenleme herhangi bir pay senedinin günlük bazda açığa satılabileceği miktarı 30 günlük ortalama işlem hacminin %30'u olarak belirlemişken, 19 Mart tarihi itibarıyla bu oran 3 ay süreyle %10'a çekilmiştir. Bir günde ilgili pay senesinde açığa satış miktarı ortalama işlem hacminin %10'una ulaştı ise yeni açığa satış emri kabul edilmektedir. Bu kapsamda 20 Mart'ta açıklanan bir diğer tedbir ise, pay senedinin fiyatı önceki gün kapanışına göre %3,5 düşmesi durumunda, açığa satışın ancak yukarı adım kuralı ile yapılabilmesidir. 10 Haziran itibarıyla

yayınlanan kararla her iki tedbir de yürürlükten kaldırılmıştır.

Türkiye: 28 Şubat'ta SPK tarafından alınan kararla ikinci bir duyuruya kadar Borsa İstanbul'da işlem gören tüm paylar için açığa satış yasaklanmıştır. 1 Temmuz itibarıyla BIST30 endeksinde dahil olan payların açığa satışına yeniden izin verilmiştir.

Hisse Geri Alım Programları

Salgın ortamında finansal varlık fiyatlarındaki kayıpları azaltmak ve yatırımcıyı korumak amacıyla düzenleyici kuruluşlar şirketleri kendi paylarını satın almaları yönünde teşvik etmiştir.

Endonezya: Finansal sistemi düzenleyen kuruluş Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tarafından, halka açık bir ortaklığın yönetim kurulu, daha önce genel kurul onayı olmaksızın ödenmiş sermayenin %10'una kadar olan payları satın alabilirken, bu oran %20'ye çıkarılmıştır.

Güney Kore: Düzenleyici otorite, halka açık bir ortaklığın tek bir günde satın alabileceği paylara ilişkin sınırı 6 ay süreyle 15 Eylül 2020'ye kadar kaldırmıştır. Önceki düzenleme, tek günde Kurul'dan izin alınmak kaydıyla ödenmiş sermayenin %10'unu veya yönetim kurulunun onayıyla 30 günlük ortalama günlük işlem hacminin %25'inin Borsa'dan satın alınmasına izin vermektedir.

Türkiye: Türkiye'de Temmuz 2016'dan itibaren şirketlerin yönetim kurulu kararı olarak limitsiz olarak hisse geri alım programı açıklanabilmesi mümkün hale gelmiştir. SPK tarafından 23 Mart 2020'de yayınlanan duyuruyla mevcut imkân hatırlatılmıştır.

Kamuyu Aydınlatma

Pek çok ülkede sermaye piyasası düzenleyici kuruluşları finansal piyasalarda yaşanan aşırı oynaklık neticesinde yatırımcılar açısından finansal piyasalarda risklerin arttığına yönelik

kamuoyuna yönelik bilgilendirme faaliyetlerinde bulunmuştur. Yatırımcıların bilgi eksikliğinden faydalanmak isteyen kötü niyetli kişilerin belirsizliğin yüksek olduğu dönemleri tercih etmesi kamunun aydınlatılmasına yönelik adımlar atılmasında etkili olmuştur. Ayrıca, sosyal hayatın sınırlandırılması sebebiyle evde daha fazla vakit geçiren yatırımcıların pay piyasasına ilgisini artmasının da bu önlemlerin alınmasına yol açtığı gözlenmiştir.

Salgın döneminde halka açık şirketlerden bazılarının ürün ve hizmetleri hakkında salgını önleme, tespit etme veya iyileştirmede etkili olduğu yönünde iddialarla olağandışı fiyat hareketleri yaşanmıştır.

ABD: Sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu Securities and Exchange Commission (SEC) Yatırımcı Eğitimi ve Koruma Departmanı, yatırımcıları aldatmaya ve yanlış yönlendirmeye yönelik maksatlı yayınlar hakkında 10 Nisan tarihinden itibaren uyarı yayınlamaya başlamıştır.

Malezya: Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu (SC) salgın ortamındaki gelişmelerden yararlanarak yatırımcıları yasal olmayan ürün ve hizmetlere yönlendiren kişilere karşı dikkatli olmaları için 24 Nisan tarihinde uyarı yayınlamıştır.

Japonya: Sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu (FSA) 7 Nisan'da yayınladığı duyuruyla salgın ortamında yatırımcıları talebi dışında yanıltıcı olarak yönlendiren girişimlere karşı uyarılmıştır. Ayrıca, kuruluş tarafından yatırımcıların finansal kuruluşlar ve sermaye piyasasıyla ilgili bilgi almalarını üzere telefon hattı kurulmuştur.

Türkiye: Sermaye Piyasası Kurulu 4 Haziran'da yayınladığı duyuru ile pay senetlerine olan ilginin sosyal medyada oluşturulan üyelik bazlı gruplar yoluyla suiistimal edildiğini duyurmuş, yatırımcıları uyarmıştır.

İşlem Durdurma

ABD: ABD'de Federal menkul kıymetler kanunu SEC'e belirli şirketler hakkındaki yanıltıcı bilgi paylaşımlarından yatırımcıların korunması ve sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemek amacıyla herhangi bir hisse senedinde işlemleri 10 güne kadar durdurma yetkisi vermektedir. İşlemler durdurulduktan sonra soruşturma yürütülmekte, herhangi bir sahtekarlık ve suiistimal tespit edilmesi durumunda yasal işlem başlatılmaktadır.

Bu çerçevede düzenleyici kuruluş 2020 yılı içinde Ağustos sonuna kadar 37 şirketin hisse senetlerinde 10 güne kadar işlemlerin durdurulmasına karar vermiştir.

Yasal Yükümlülüklerin Tarihlerinde Esneklik Tanınması

Salgın nedeniyle uygulanan tecrit önlemleri finansal raporların hazırlanması işlerinin aksamasına neden olduğu için düzenleyici kuruluşlar yasal yükümlülüklerinin tarihinde esneklik tanıma yoluna gitmiştir.

Malezya: Malezya'da sermaye piyasası düzenleyici kuruluşu 16 Nisan 2020 tarihi itibarıyla yayınladığı duyuruyla ihraççılara 2019 yılına ait finansal tablolarını yayınlamaları için 31 Mayıs 2020 tarihine kadar 1 ay ek süre tanımıştır. Borsaya kote bir şirketin düzenleyici kuruluşun onayı olmaksızın yapabileceği yeni ihraç sınırı toplam menkul kıymet büyüklüğünün %10'u iken, bu oran %20'ye çıkarılmıştır. İhraççı şirket %20 oran dahilinde 31 Aralık 2021 tarihine kadar ortakların onayına sunmak şartıyla yeni ihraç yapabilmektedir.

Endonezya: Düzenleyici kuruluş, halka açık şirketlerin 2019/12 ve 2020/03 dönemine ait finansal raporların bildirim süreleri ve olağan genel kurul toplantısı yapılması zorunlu tutulan süreyi 2 ay uzatılmasına karar vermiştir.

Nijerya: Özdüzenleyici kuruluş fonksiyonu da olan Nijerya Borsası, aracı kurumların 2019/12 dönemine ait finansal raporların

bildirim sürelerini 2 ay süreyle uzatmaya karar vermiştir.

Suudi Arabistan: Sermaye piyasası düzenleyici kuruluştur 2019/12 dönemine ait finansal raporların bildirim sürelerini 1 ay süreyle uzatmaya karar vermiştir.

Singapur: Sermaye piyasası düzenleyici kuruluştur 2019/12 dönemine ait finansal raporların bildirim sürelerini 2 ay, 2020/03 dönemi için ise 1 ay uzatmaya karar vermiştir. Ayrıca olağan genel kurul toplantısının yapılabilmesi için 2 ay ek süre tanınmıştır.

Mısır: Sermaye piyasası düzenleyici kuruluştur 2019/12 dönemine ait finansal raporların bildirim süresini 30 Nisan'dan 15 Haziran'a uzatmıştır.

Türkiye: Sermaye Piyasası Kurulu tarafından şirketlerin 2019 yılı ve 2020 yılı ilk çeyrek

finansal tablolarının yayınlanması için sürenin 1 ay uzatılmasına karar verilmiştir. Ayrıca, şirkete özel olarak da Kurul tarafından ek süre tanınabilmektedir. Diğer yandan, İçişleri Bakanlığı tarafından yapılan 20 Mart tarihli duyuru ile salgın nedeniyle genel kurul toplantılarının yönetim kurulu kararı ile ertelenmesine imkân tanınmıştır.

Kredili İşlemler

Türkiye'de yatırımcının korunmasıyla ilgili olarak aracı kurumlara yönelik 19 Mart 2020 tarihi itibarıyla SPK tarafından çeşitli önlemler uygulamaya alınmıştır. Kredili işlemlerde öz-kaynak koruma oranı asgari %35 olması ve teminat oranının bu oranın altına düşmesi halinde %50'ye tamamlanmasını düzenleyen hükmün yatırımcıya kolaylık sağlayacak şekilde %35'e tamamlanacak şekilde uygulanmasına karar verilmiştir.

BORSA ÖNLEMLERİ

Düzenleyici kuruluşların aldığı önlemlerin yanı sıra, borsalar da yetkileri doğrultusunda çeşitli önlemler açıklamıştır. Bu önlemler, borsanın kapatılması, işlem saatlerinin değişmesi, devre kesici parametrelerinin değişmesi, fiyat marjlarının değişmesi, elektronik hak kullanımı imkânı için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması, işlem ücretlerinde indirim ve işleyiş kurallarında salgına özel bazı uygulamalara gidilmesi olarak ifade edilebilir.

Borsanın Kapanması

Salgın nedeniyle çok sayıda borsa seans salonlarını kapatmış, faaliyetlerini İnternet kanalıyla sürdürmeye devam etmiştir. Borsalardan bazıları ise faaliyetlerini tamamen durdurmak zorunda kalmıştır.

Ürdün: Amman Borsası (Amman Stock Exchange) 17 Mart – 10 Mayıs tarihleri arasında 54 gün süreyle işlemlerini durdurmuştur.

Filipinler: Filipinler Borsası 17-19 Mart tarihleri arasında 2 gün süreyle işlemlerini durdurmuştur.

Mauritus: Mauritus Borsası 20 Mart – 3 Nisan tarihleri arasında 14 gün süreyle işlemlerini durdurmuştur.

Bangladeş: Dhaka Borsası 29 Mart – 2 Nisan tarihleri arasında 4 gün ve 4-10 Mayıs tarihleri arasında 6 gün olmak üzere iki kere işlemlerini durdurmuştur.

Sri Lanka: Colombo Borsası 20 Mart – 31 Mart tarihleri arasında Borsa kararı ile 1 Nisan – 11 Mayıs tarihleri arasında ise ülkenin sermaye piyasası düzenleyici kuruluştur tarafından 52 gün süreyle kapalı kalmıştır.

Filipin borsası haricindeki geçici olarak kapanan borsaların MSCI tarafından "frontier" olarak sınıflandırılan piyasalar olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye'de ise piyasa işleyişinde herhangi bir aksaklık yaşanmamış, Borsa

İstanbul kesintisiz hizmet vermeye devam etmiştir.

İşlem Saatlerinin Kısaltılması

Bazı ülkelerin borsaları salgının yayılmasını önlemek üzere geçici olarak işlem saatlerini kısaltarak çalışanlarını korumayı amaçlamıştır.

Suudi Arabistan: Suudi Arabistan Borsası 25 Mart – 31 Mart tarihleri arasında salgın tedbirleri kapsamında işlem saatlerinin 2 saat kısaltılmasına karar vermiştir.

Filipinler: Filipinler Borsası 16 Mart ile 14 Nisan tarihleri arasında işlem saatlerinin 2.5 saat kısaltılmasına karar vermiştir.

Endonezya: Endonezya Borsası 30 Mart 2020 ile 29 Mayıs tarihleri arasında salgın tedbirleri kapsamında işlem saatlerinin birinci seansta 30 dakika, ikinci seansta 60 dakika kısaltılmasına karar vermiştir.

Devre Kesici Parametrelerinin Değişmesi

Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) tarafından yapılan derlemeye göre, üye borsaların çoğunda menkul kıymetlerin fiyatında oynaklık yaşanması durumunda devre kesici ile seans durdurma yöntemi uygulanmaktadır. Salgın koşulları nedeniyle çeşitli ülke borsalarında devre kesici parametrelerinin değiştiği gözlenmiştir.

İki Yönlü Tetiklenen Devre Kesici

Herhangi bir menkul kıymetin fiyatında önceki gün kapanışına göre düşüş veya yükseliş yönünde değişim yaşanması durumunda tetiklenen devre kesici mekanizmalarının, yaygın olarak kullanıldığı görülmüştür. Borsada işlemlere çok fiyat yöntemi ile devam edilirken fiyat değişiminin borsa tarafından belirlenen eşik değeri aşması halinde devre kesici tetiklenerek işlemlere ara verilmektedir.

Kuveyt Borsası'nda herhangi bir menkul kıymetin fiyatında önceki gün kapanışına kıyasla her iki yönde %10 değişim yaşandığında tetiklenen devre kesici 14 Mart 2020 tarihi itibarıyla düşüş yönünde %5 oranında tetiklenmek üzere yeniden düzenlenmiştir. Devre kesicinin tetiklenmesiyle birlikte ilgili menkul kıymette işlemlere 2 dakika süreyle ara verilmektedir.

Borsa İstanbul'da mevcut uygulamada hisse senedinin dahil olduğu gruba göre %10 ve %7,5'lik fiyat değişimi seviyesinde olan devre kesici tetikleme oranı 12 Mart tarihli değişiklikle tüm gruplarda %5'e indirilmiştir. Yine hisse senedinin dahil olduğu gruba göre 5, 15 ve 25 dakika arasında değişen devre kesici sonrası emir toplama süresi tüm gruplar için 30 dakikaya çıkarılmıştır.

Sri Lanka'nın Colombo Borsası'nda endeksin düşüşüne bağlı olarak tasarlanan devre kesici mekanizması 20 Mart 2020 tarihi itibarıyla ülkenin sermaye piyasası düzenleyici kuruluşunun SEC yayınladığı direktifle üç aşamalı olarak yeniden kurgulanmıştır. Bu düzenleme uyarınca, endeks önceki gün kapanışına göre %5 düşerse borsada sürekli müzayede işlemleri 30 dakika süreyle durdurulmaktadır. İşlemler tekrar başladıktan sonra endekste ki düşüş %7,5'e ulaşırsa işlemlere tekrardan 30 dakika ara verilmekte, düşüş %10 olursa ise tüm gün işlemler durdurulmaktadır.

Tek Yönlü Tetiklenen Devre Kesici

Genellikle iki yönlü olarak kurgulanan devre kesici uygulamaları, sadece düşüş yönünde değişim yaşanması durumunda işleyecek şekilde de kurgulanabilmektedir. Bazı borsalarda devre kesiciler endeks bazında kurgulanmıştır. Salgın esnasında bu kurgularda değişiklik yapıldığı gözlenmektedir.

Endonezya Borsası'nda endeksin (Jakarta Composite Index) düşüşüne bağlı olarak tasarlanan devre kesici mekanizması salgın nedeniyle üç aşamalı olacak şekilde 11 Mart

itibarıyla yeniden kurgulanmıştır. Endeks önceki gün kapanışına göre %5 düşerse borsada sürekli müzayede işlemleri 30 dakika süreyle durdurulmaktadır. İşlemler tekrar başladıktan sonra endeksteiki düşüş %10'a ulaşırsa işlemlere tekrardan 30 dakika ara verilmekte, düşüş %15 olursa ise seans sonuna kadar işlemler durdurulmaktadır. Birden fazla seans için işlemlerin durdurulması ise düzenleyici otoritenin kararına bağlıdır.

Tayland Borsası'nda endeksin düşüşüne bağlı olarak iki aşamalı (%10 ve %20) tasarlanan devre kesici mekanizması salgın nedeniyle üç aşamalı (%8, %15 ve %20) şekilde 18 Mart-30 Haziran tarihleri arasında yeniden kurgulanmıştır. Endeks önceki gün kapanışına göre %8 ve %15 düşerse sürekli müzayede işlemlerine 30'ar dakika süreyle ara verilmektedir. İşlemler tekrar başladıktan sonra ise endeksteiki düşüş %20'ye ulaşırsa 60 dakika ara verilmekte, daha fazla düşüş yaşanması durumunda seans sonuna kadar işlemler durdurulacaktır.

Fiyat Marjlarında Sıkılaşıma

Finansal piyasalarda yaşanan oynaklık neticesinde bazı borsalar işlem gören herhangi bir menkul kıymetin işlem göreceği günlük fiyat aralığını değiştirmiştir. Bu aralık geçildiğinde ilgili menkul kıymette işlemler borsa tarafından durdurulmaktadır.

Borsa İstanbul'da 12 Mart tarihi itibarıyla içinde bulunduğu pazar ve gruba göre %20 ve %15 olan günlük fiyat marjı tüm grumlarda %10'a düşürülmüştür.

Endonezya Borsası'nda 12 Mart'tan itibaren açılış seansı uygulamasına son verilmiştir. Herhangi bir hisse senedinin düşüş yönündeki marjı %10 oranından %7'ye çekilirken, yükseliş yönündeki marjda mevcut uygulama korunmuştur. Yükseliş yönünde fiyat marjları hisse senedi fiyatına bağlı olarak %20 ile %35 aralığında uygulanmaktadır.

Tayland Borsası'nda 18 Mart – 30 Haziran tarihleri arasında ana pazara dahil olan hisse senetlerinin günlük marjı iki yönlü olarak %30'dan %15 oranına çekilmiştir.

ICE Futures Europe 19 Mart tarihinde aldığı kararla, Mayıs vadeli fiziki teslimatlı kakao ve kahve kontratlarında büyüklüğü 7.500 lottan 1.000 lota çekmiştir.

Elektronik Hak Kullanımı İmkânı

Salgın ortamında yüz yüze temastan kaçınılmasıyla birlikte çok sayıda ülke şirketlerin yıllık olağan genel kurul toplantılarını yapması gereken sürede esneklik tanımıştır. Menkul kıymetlerin sağladığı hakların İnternet üzerinden kullanılabilmesi için teknik altyapı ve yasal mevzuatın düzenlendiği ülkeler, yatırımcı ve ihraççılara bu dönemde avantaj sağlamıştır.

Dünyada bir ilk olan Elektronik Genel Kurul Sistemi 2012 yılında Türkiye'de Merkezi Kayıt İstanbul tarafından hizmete açılmıştır. Türkiye'de 2012 yılı Ekim ayından itibaren Türk Ticaret Kanunu'na eklenen maddeyle genel kurullara elektronik ortamda katılma ve oy kullanma sistemi borsaya kote şirketler açısından zorunlu hale gelmişti. Bu imkân salgın esnasında da kullanılmıştır.

Endonezya: 3 Mart 2020'de yürürlüğe giren uygulamayla, E-RUPS isimli sistemle elektronik genel kurul toplantısı yapılmasına imkân tanınmıştır.

Bahreyn: 22 Mart 2020 tarihinde ise Bahreyn Takas Kuruluşu (Bahrain Clear) halka açık şirketlerin genel kurul toplantılarını elektronik ortamda yapmalarına imkân sağlayacak sistemi faaliyete almıştır.

Mısır: Mısır Borsası tarafından 29 Mart'ta devreye alınan E-Magles isimli sistemle elektronik genel kurul toplantısı yapılmasına imkân tanınmıştır.

ABD: ABD’de düzenleyici kuruluş SEC ise 7 Nisan 2020 tarihinde şirketlerin genel kurul toplantılarını nasıl gerçekleştirebileceklerine yönelik olarak yönlendirmede bulunmuştur. Ülkede genel kurul toplantılarının elektronik ortamda gerçekleştirilebilmesinin ilgili eyaletin yasal düzenlemelerine ve ihracının kendi kurallarına bağlı olduğu ifade edilmiştir.

Benzer şekilde, Güney Afrika’da Johannesburg Borsası 2008 yılından bu yana elektronik iletişim araçları kanalıyla genel kurul toplantısı yapılmasının hukuken mümkün olduğunu duyurmuştur.

Ücretlerde İndirim

Salgın nedeniyle yaşanan ekonomik gelişmelerle bazı işlem platformları kotasyon ücretleri ve işlem paylarında indirimlere gitmiştir.

Malezya: Malezya Hükümeti tarafından açıklanan ekonomik teşvik paketiyle Malezya Borsası’nın işlem ücretlerinde bazı düzenlemelere gidilerek ufak ölçekli şirketlerin halka açılarak finansman sağlamaları kolaylaştırılmıştır. Bu kapsamda küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü ACE (Access, Certainty, Efficiency) ve KOBİ’lerin işlem gördüğü LEAP (Leading Entrepreneur Accelerator Platform) isimli pazarlarda 27 Şubat’tan itibaren 12 ay süreyle halka arz başvuru ücretinin alınmamasına karar verilmiştir. Ayrıca, küçük ölçekli şirketlerin sermaye piyasasından kaynak temin etmesini teşvik etmek üzere yukarıda bahsi geçen pazarlar ile kotasyon tarihi itibarıyla piyasa değeri 500 milyon RM’den (Malezya Ringgiti) küçük olup tüm pazarlarda halka arz olacak şirketlerden 12 ay süreyle kotasyon ücreti alınmaması uygulamasına gidilmiştir. Malezya Borsası 26 Mart 2020 tarihi itibarıyla yayınladığı duyuru ile piyasa değeri 2019 sonu itibarıyla 500 milyon RM altında olan ve 1 Nisan – 30 Haziran döneminde vergi sonrası zarar açıklayan şirketler için 2020 yılına ait kotasyon ücretinin yarısının iade edeceğini açıklamıştır.

Tayland: Tayland Borsası, 12 Mart itibarıyla yayınladığı duyuru ile 2020 yılı boyunca halka açık ortaklıkların kotasyon ücretleri, saklama ücretleri ve aracı kurum ve portföy yönetim şirketlerinin yıllık gider paylarında %20 oranında indirimle gitmiştir.

Lüksemburg: Lüksemburg Borsası 15 Nisan itibarıyla yayınladığı duyuru ile sürdürülebilirlik esaslı borçlanma araçlarının kotasyon ücretlerinin 30 Eylül’e kadar alınmamasına karar vermiştir.

Kote Şirketlere Esneklik

Finansal açıdan belirli kriterleri sağlayamayan şirketler ilgili düzenleyici otorite tarafından yakın izlemeye alınabilmektedir. İncelenen ülkeler arasında Singapur’da bu kuralda salgın ortamında esneklik tanındığı görülmüştür.

Singapur: Singapur Borsası Grubu’na bağlı olan özdüzenleyici kuruluş SGX RegCo halka açık bir şirketin üç dönem boyunca zarar açıklaması veya son altı ayda ortalama piyasa değerinin 40 milyon SGD (Singapur doları) altına düşmesi durumunda şirketi yakın izlemeye almaktadır. Şirketin yakın izlemeye alınması şirketin kot dışı kalabileceği yönünde uyarı olup, SGX RegCo tarafından 8 Nisan itibarıyla salgın koşulları nedeniyle 2020 yılı için bu uygulamaya ara verilmiştir.

Ayrıca, SGX RegCo şirketlerin sermaye piyasasından kaynak teminini desteklemek üzere Ana Pazar’a kote şirketlerin düzenleyici kuruluşun onayı olmaksızın genel kurul veya yönetim kurulu kararıyla yeni pay ihracı yapabileceği sınırı 31 Aralık 2021 tarihine kadar ödenmiş sermayenin %50’si oranından %100’ü oranına çıkarmıştır.

Yeni Zelanda: Yeni Zelanda Borsası’na kote şirketlerin düzenleyici kuruluştan onay almaksızın yeni pay ihracı yapabileceği sınır 31 Ekim 2020 tarihine kadar ödenmiş sermayenin %15’i oranından %25’i oranına çıkarılmıştır.

Kredili İşlemler

Malezya Borsası tarafından salgın şartları nedeniyle aracı kurumlara ilişkin çeşitli önlemler açıklanmıştır. Aracı kuruma kredili işlem yapan müşterinin teminat oranı %130 altına düştüğünde teminat tamamlama çağrısında bulunmaksızın pozisyonu doğrudan kapatma

esnekliği tanınmıştır. Aracı kurumun kredi politikalarına uygun olmak koşuluyla, teminat olarak kabul edilecek kıymet türü genişletilmiştir. Tahvil, yatırım fonu, altın ve çeşitli taşınmazlar dahil edilmiştir. Diğer yandan Türkiye’de ise, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yatırımcılarına volatilité ortamında esneklik sağlayan bir uygulama getirilmiştir.

MESLEK ÖRGÜTÜ ÖNLEMLERİ

Sermaye piyasası kurumlarının üye olduğu meslek örgütlerinden bazıları, salgın döneminde üyelerinin çalışma düzenine yönelik olarak rehber hazırlamıştır.

Uluslararası Menkul Kıymetler Birlikleri Konseyi (ICSA) 30 Mart’ta yayınladığı duyuruyla finansal sistemin sağlıklı işlemesi için özdüzenleyici kuruluşlar arasında işbirliğinin öneme değinmiştir.

Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (JSDA) tarafından salgın ortamında çalışma ortamının nasıl olabileceğine yönelik olarak üyeleri bilgilendirmek üzere bir çalışma yayınlanmıştır.

Türkiye’de sermaye piyasasının tümünü kapsayan özdüzenleyici kuruluş olan Birliğimiz, Sermaye Piyasası Kurulu ile yakın işbirliği içerisinde olmuştur. Üyelerimizin iş sürekliliği ile ilgili olarak, sokağa çıkma yasağı kısıtlaması uygulanması halinde gerekli personelin işe gidebilmesi için devlet kurumlarıyla ilişkiler kurulmuştur.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

COVID-19 salgınının İkinci Dünya Savaşı’nın sonundan beri görülen en ciddi resesyona neden olması öngörülmektedir. Yakın geçmişteki duraklama dönemlerinin finansal sektör kaynaklı olduğuna dikkat çeken Dünya Bankası, COVID-19 salgınının küresel tedarik zincirlerini aksatmasından dolayı birçok ülkeyi ortak olarak etkileyen bir reel sektör etkisi taşımasıyla öne çıktığını belirtmektedir.

Salgın neticesinde ekonomik aktivitenin yavaşlaması, sermaye piyasalarına olan fon akımlarının dalgalanmasına neden olmaktadır. Bu ortamda finansal sistemin sağlıklı işlemesi ve yatırımcının korunması büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle düzenleyici kuruluşlar, borsalar ve özdüzenleyici kuruluşlar tarafından çok sayıda önlem açıklanmıştır.

Sermaye piyasası düzenleyici kuruluşlarının almış olduğu önlemlerin, açığa satış yasakları, hisse geri alım programlarının desteklenmesi, risklere karşı kamunun aydınlatılması, yasal yükümlülüklerin tarihinde esneklik tanınması ve salgın ortamında işbirliğini güçlendirmek üzere çalışma grubu oluşturulması olduğu görülmektedir.

İncelenen bazı ülkelerin düzenleyici kuruluşları açığa satışı geçici olarak tamamen yasaklarken, Tayland ve Tayvan’da açığa satışı zorlaştıracak değişiklikler yapılmıştır. Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi ise halka açık bir şirketin ödenmiş sermayesinin %0,2’sini açığa satan kişinin otoriteye bildirim yapması uygulamasını %0,1 olarak yeniden düzenlemiştir. Türkiye’de ise 28 Şubat’ta tüm paylarda açığa satış yasağı getirilmiş, 1

Temmuz'da BIST30 endeksine dahil olan paylarda açığa satışa yeniden izin verilmiştir.

İncelenen ülkelerin bazılarında varlık fiyatlarındaki kayıpları azaltmak ve yatırımcıyı korumak amacıyla düzenleyici kuruluşlar şirketlere kendi paylarını satın almaları yönünde düzenlemede kolaylıklar sağlamıştır. Türkiye'de ise Sermaye Piyasası Kurulu yayınladığı basın duyurusu ile Temmuz 2016'dan itibaren yürürlükte olan düzenlemeyi işaret etmiştir. Bu düzenleme uyarınca, halka açık ortaklıklar yönetim kurulu kararı olarak herhangi bir sınırlamaya tabi olmaksızın kendi paylarını satın alabilmektedir.

İncelenen ülkelere bazılarında sermaye piyasası düzenleyici kuruluşları finansal piyasalarda yaşanan aşırı oynaklık neticesinde yatırımcılar açısından finansal piyasalarda risklerin arttığına yönelik bilgilendirmede bulunmuştur. ABD'de düzenleyici kuruluş risk bildiriminde bulunmanın ötesine geçerek, sahip olduğu yetkiyle bazı paylarda işlemleri 10 gün süreyle durdurmuştur. Japonya'da ise yatırımcıların sermaye piyasası kurumları ve ürünleri hakkında bilgi alabilecekleri özel bir danışma hattı kurulmuştur.

İncelenen ülkelerin bir kısmında sermaye piyasası düzenleyici kuruluşları yasal yükümlülük olan finansal tabloların bildirim sürelerini 1 ay ile 2 ay arasında uzatmıştır. Bazı ülkelerin düzenleyici kuruluşları aracı kurumların kredili işlemlerle ilgili kuralları değiştirmiştir. Örneğin, Malezya'da aracı kuruma kredili işlem yapan bir yatırımcının teminat oranı belirli bir oranın altına düştüğünde teminat tamamlama çağrısı yapılmaksızın pozisyonu kapama yetkisi tanınmıştır. Diğer yandan Türkiye'de ise, yatırımcılarına volatilite ortamında esneklik sağlayan bir uygulama getirilmiştir.

Salgın ortamında borsaların aldığı tedbirler, aşırı oynaklık karşısında devre kesici parametrelerinin değişmesi, fiyat marjlarında değişiklik ve hatta bazı borsanın kapanmasını

içermektedir. Yanı sıra, yaygın olmasa da bazı borsaların çalışanları için mesai saatini kısaltmak üzere işlem saatlerini kısalttığı gözlenmektedir.

İncelenen ülkeler arasında Sri Lanka, Ürdün, Filipinler, Mauritius ve Bangladeş'de borsaların 4 ile 54 gün aralığında kapalı kaldığı görülmüştür. İncelenen ülkeler arasında Endonezya, Filipinler ve Suudi Arabistan'da işlem saatleri 1 saat ile 2.5 saat arasında kısaltılmıştır. Bazı ülkelerde devre kesici hem yükseliş hem düşüş durumunda devreye girmekte, bazılarında ise sadece düşüş durumunda devreye girmektedir. Salgın ortamında bazı ülkeler devre kesici parametrelerini değiştirerek varlık fiyatlarındaki kayıpları sınırlamaya çalışmıştır. Ayrıca, bazı ülkelerde herhangi bir menkul kıymetin gün içinde hareket edebileceği marjlar da değiştirilmiştir. Türkiye'de ise borsa işlemleri kesintiye uğramaksızın mevcut seans sürelerinde devam etmiş, sadece devre kesici parametreleri ve marjlar değişmiştir.

Pandeminin getirdiği kısıtlar dolayısıyla, elektronik hak kullanımının sağlanması gibi önlemler de alınmıştır. İncelenen ülkeler arasında Bahreyn, Endonezya ve Mısır'da yasal ve teknik altyapı sağlanarak ilk defa elektronik hak kullanımına izin verilmiştir. Türkiye'de ise 2012 yılından beri borsaya kote şirketler için elektronik hak kullanımı imkanının sağlanması zorunludur.

Şirketlerin sermaye piyasasından kaynak temin etmesini desteklemek üzere işlem ücretlerinde indirim uygulayan borsalar da olmuştur. Malezya küçük ölçekli şirketlere yönelik, Lüksemburg yeşil tahvillere yönelik ve Tayland ise pay piyasası ve üyelerine yönelik işlem ücreti, kotasyon ücreti, gider payı gibi kalemlerde indirime gidilmiştir.

Salgın ortamında özdüzenleyici kuruluşlar, yetkili otoriteler ve üyeleri arasında koordinasyonu sağlama görevini üstlenmiştir. Yanı sıra, meslek örgütleri salgın ortamında

üyelerin faaliyetlerini nasıl devam ettirebileceğine yönelik olarak yönlendirmelerde bulunmuştur.

KAYNAKÇA

Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) İnternet Sitesi:

<https://www.world-exchanges.org/our-work/wfe-members-covid-19-work>

Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (JSDA) İnternet Sitesi:

https://www.jsda.or.jp/en/key-issues/covid19_jsda.html

Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Otoritesi (ESMA) İnternet Sitesi:

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-requires-net-short-position-holders-report-positions-01-and-above>

ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) İnternet Sitesi:

https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_frauds

Clayton, J. Capital Markets and Emergency Lending in the COVID-19 Era. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC).

<https://www.sec.gov/news/testimony/clayton-2020-06-25>

International Council of Securities Associations (ICSA) İnternet Sitesi:

<https://icsa.global/>

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

