

sermaye piyasasında

GüNDeM

SAYI 109 EYLÜL 2011

ISSN 1304-8155



Yurtdışında KOBİ Piyasaları (sayfa 6)



Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (sayfa 23)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 102 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracılık şirketi ve 40 banka olmak üzere toplam 143 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

Attila Köksal, CFA
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca
Müdür/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Eğitim ve Tanıtım
Efsun Ayça Değertekin
Uzman/Araştırma ve İstatistik

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Eğitim ve Tanıtım

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
info@tspakb.org.tr

Basım

Printcenter

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) 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 TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli *GüNDeM* okurları,

Geçtiğimiz haftalarda global finans piyasalarındaki dalgalanmalar esnasında İMKB’de yaşanan ve muhtemelen düzelmesi zaman alacak sert düşüşün, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından başlatılan ve yakında faaliyetleri hızlanacak olan Yatırımcı Seferberliği açısından önemli bir fırsat yarattığını düşünüyorum.

Geçmişte de, hem ülkemizde, hem diğer piyasalarda benzer düşüşleri ve hemen ardından gelen toparlanmaları defalarca yaşadık. Gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerinin uzun vadeli grafiklerine bakan karamsar kişiler, yarı dolu bir bardağın boş tarafını gördükleri gibi endekslerdeki aşırı dalgalanmaları görecekler ve bu borsaları “riskli” olarak niteleyeceklerdir. Aynı bardağı dolu olarak tanımlayacak pozitif yaklaşımli kişiler ise, endeksin kısa vadelerde zigzaglar yapmasına rağmen uzun vadede sürekli yükseldiğini gözlemleyeceklerdir.

İMKB, geçtiğimiz aylarda yirmibeş yaşına basmıştır. Bu yirmibeş yılda sayısız krizler geçirmiş, defalarca büyük düşüşler yaşamış, fakat her krizin ardından tarihi zirveler yapmıştır. İçinde bulunduğumuz kriz de er veya geç bitecek ve gücünü Türkiye ekonomisinin büyümesinden almakta olan İMKB, önümüzdeki yıllarda Kasım 2010 zirvesini de geçecektir.

Ben, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, belirli bir plan çerçevesinde yapılan hisse senedi yatırımlarının uzun vadede her zaman kazandıracağına inananlardanım. Örneğin, son aylarda yaşadığımız büyük düşüşe rağmen, İMKB’nin kuruluşundan bugüne kadar her ay 100 dolarlık endeks yatırımı yapmış olan bir yatırımcının, yatırmış olduğu 30,700 dolara karşılık bugün 111,000 doları olacaktı. Bu da dolar bazında yıllık %5,1 getiriye denk gelmektedir. Kasım 2010 zirvesinde ise bu tutar 180,000 dolar idi.

Yukarıdaki getiri ilk bakışta yüksek görünmeyebilir ama aynı tutar mevduatta değerlendirilmiş olsaydı, sadece 53,000 dolara ulaşacaktı. Üstelik İMKB’ye yapılan bu yatırımların ilk 20 yılının Türkiye ekonomisinin %100’e yakın enflasyonla mücadele ettiği, ülkenin koalisyonlarla yönetildiği, Asya-Rusya-Körfez krizi gibi global krizleri ve 2001 bankacılık krizimizi kapsadığı düşünülürse, bu getirinin hiç de fena olmadığı görülür.

Değerli okurlar,

Yatırımcı Seferberliği çerçevesinde yatırımcıları hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, yatırım fonları ve diğer temel sermaye piyasası enstrümanları konusunda eğitecek ve sermaye piyasası enstrümanlarını kitlelere yayacağız. Artık yerli kurumsal yatırımcı tabanımızın oluşturulması ve piyasamızın yabancı yatırımcılara olan bağımlılığının azaltılması zamanı gelmiştir.

Bu süreçte aracı kuruluşlar olarak üzerimize düşen önemli görevler var. Örneğin, piyasaya yeni girecek yatırımcıları kaldıraçlı işlemler, varant işlemleri, kredili işlemler gibi aşırı riskli enstrümanlardan korumalı, bu tür ürünleri sadece tecrübeli ve bu riskleri bilen müşterilerimize pazarlamalıyız.

Özellikle yakında başlayacak olan kaldıraçlı işlemler son derece riskli olup kesinlikle “amatör” yatırımcılara sunulmamalıdır. Kaldıraç kullanarak volatilitesi yüksek enstrümanlarda işlem yapan yatırımcıların bu işlemler sonucu tüm varlıklarını kaybetme ihtimalleri çok ama çok yüksektir. Aracı kuruluşlarımızın bu konuda sorumlu davranmalarını ve müşterilerine bu ürünleri çok dikkatli sunmalarını bekliyoruz. Bu düzenleme öncesi yatırımcıları yanıltıcı reklamlar veren ve haksız rekabet yaratan bazı şirketlerin üyelerimizle işbirliği yapmak için girişimde bulunduklarını duyuyor, üyelerimizi bu işbirlikleri konusunda hassas olmaya davet ediyoruz.

TSPAKB yönetimi olarak tüm sermaye piyasası kurumlarının elele yürütecekleri Yatırımcı Seferberliği’ni sektörümüzün geleceği açısından çok önemli görüyoruz. Bu büyük projenin başarılı uygulanması durumunda bireysel ve kurumsal yatırımcı sayılarının önemli ölçüde artacağından ve sektörümüzün orta vadede refaha kavuşacağından hiç ama hiç şüphemiz yoktur.

Saygılarımla,

Atilla KÖKSAL, CFA
BAŞKAN

Takasbank Ödünç Hisse Senedi Platformu

Takasbank, üyelerimizin ödünç menkul kıymet işlemlerine yönelik önerilerini de dikkate alarak "Ödünç Hisse Senedi Platformu İşleyiş Esasları Taslağı" hazırlamıştır. Mevcut uygulamaya göre daha esnek bir model öneren Taslağa ilişkin görüş ve önerilerimiz Takasbank'a iletilmiştir.

FATF 2. İstişare Metni

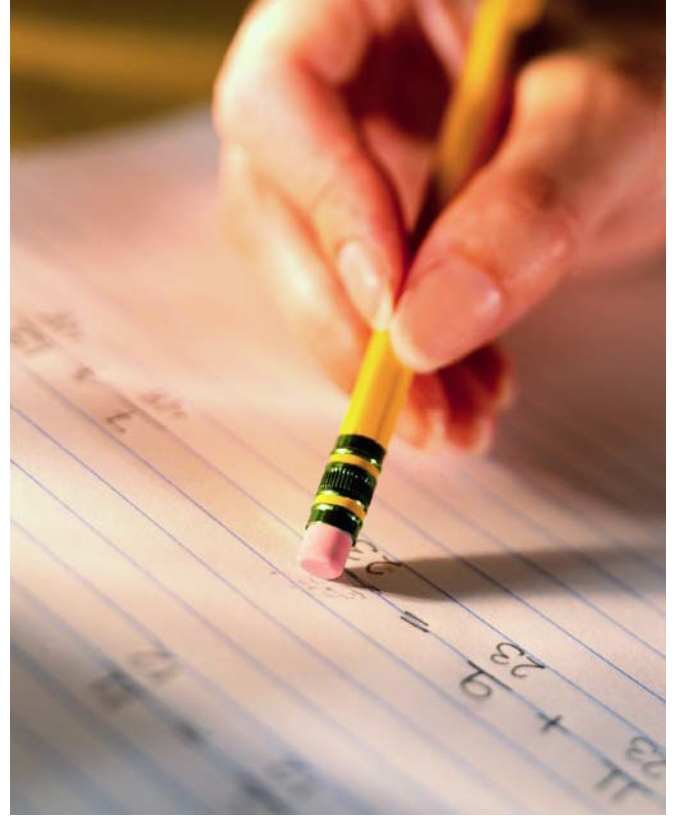
Mali Eylem Görev Gücü'nün (FATF) Şubat 2012'de yapılacak genel kurul toplantısında, yürürlükte bulunan 40+9 Tavsiyenin kapsamlı biçimde yeniden yapılandırılması planlanmaktadır. Konu ile ilgili olarak daha önce bildirilen görüşler dikkate alınarak revize edilen FATF'nin "Consultation Paper - The Review of the Standards - Preparation for the 4th Round of Mutual Evaluation - Second Public Consultation" dokümanı incelenmiş, görüşlerimiz MASAK'a iletilmiştir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Eğitimleri

1 6-19 Ağustos 2011 tarihlerinde düzenlenen VOB Bilgisayarlı Yeni Alım Satım ve Yeni Ürünler Uygulama eğitimlerine 36 kişi katılmıştır.

Eylül ayı için, yine Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'de gerçekleştirilecek olan VOB Bilgisayarlı Yeni Alım Satım ve Yeni Ürünler Uygulama eğitimlerinin kontenjanları ise kısa sürede dolmuştur. Önümüzdeki günlerde yeni eğitimler planlanarak üyelerimize duyurulacaktır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası tarafından üyelerine duyurulan 26 Mayıs 2011 tarih ve 2011/137 No'lu Genelge uyarınca, işlem sisteminin değiştirilmesinden dolayı VOB'da alım-satım işlemleri yapan üye temsilcilerinin uygulamalı yenileme eğitimine katılmaları zorunludur. Bu eğitimlerin tamamına devam zorunluluğu bulunmaktadır. Eğitime tam devam etmeyenlere katılım belgesi verilemeyecektir.



Eğitilere ilişkin detaylar Birliğimizin internet sitesinde Eğitim/Eğitimlerimiz bölümünden takip edilebilir.

Türev Finansal Araçlar Sözlüğü Yayınlandı

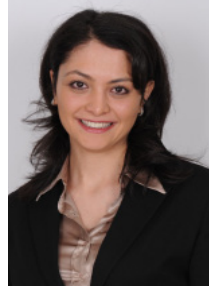
Sermaye Piyasası Kurulu Daire Başkanı Ethem Sancak tarafından kaleme alınan Türev Finansal Araçlar Sözlüğü yayınlandı. Ansiklopedi tarzında hazırlanan sözlükte, Türkiye ve dünya finansal piyasalarında kullanılan türev finansal araçlara dair yaklaşık 1.500 kavram Türkçe ve İngilizce olarak yer alıyor. Alanında bir ilk olan sözlük, türev finansal araçların yanı sıra, finansın temel konularını anlamaya yönelik bölümler de içeriyor.



Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı 24 Ağustos 2011 itibariyle 42.314'e ulaşmıştır. 20.097 kişi herhangi bir sermaye piyasası kurumunda çalışmamakta olup bu kişilere ait toplam 13.505 adet lisans bulunmaktadır. Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 27.780'inin lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış, başvuruların 27.378'i sonuçlandırılmıştır.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	13,550	13,425	99%
İleri Düzey	5,805	5,724	99%
Türev Araçlar	2,295	2,279	99%
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	1,855	1,825	98%
Takas ve Operasyon	615	592	96%
Kredi Derecelendirme	543	532	98%
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	696	654	94%
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	1,430	1,410	99%
Konut Değerleme	203	192	95%
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	474	461	97%
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	237	209	88%
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	77	75	97%
Toplam	27,780	27,378	99%



YURTDIŞINDA KOBİ PİYASALARI

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye’de de ekonominin sürükleyici ve dinamik unsurlarından biridir. KOBİ’lerin finansmanına alternatif bir kaynak sağlamak için pek çok ülkede KOBİ borsaları ya da ana borsanın bünyesinde KOBİ pazarları oluşturulmuştur. Raporda KOBİ finansmanı ile ilgili genel bir bilgi verildikten sonra, KOBİ piyasalarının gelişimi ele alınacak, ardından seçilmiş ülkelerdeki KOBİ piyasaları incelenecektir.

I. KOBİ FİNANSMANI

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler esnek üretim yapılarının sağladığı avantajlar ve yeni iş alanlarının açılmasındaki katkıları gibi bir dizi olumlu özellikleri ile tüm ülke ekonomilerinde önemli bir yere sahiptir. Bu sebeple, KOBİ’ler için diğer ülkelerdekine benzer teşvik ve destekleme sistemleri ülkemizde de uygulamaya konulmuştur. Türkiye’de, 250 kişiden az çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da toplam varlıkları 25 milyon TL’yi aşmayan şirketler KOBİ tanımına girmektedir.

Halkbank, Vakıfbank, Eximbank, KOSGEB, TOBB, Kredi Garanti Fonu ve TÜBİTAK gibi pek çok kurum ve kuruluş KOBİ’lere yönelik kredi paketleri ve çeşitli teşvikler geliştirmişlerdir. Yine de KOBİ’ler arasında yapılan çeşitli anketlerde, finansmanın en önemli sorun olduğu görülmektedir.

KOBİ’lerin finansmanında, banka kredilerinin yanında finansal kiralama, faktoring ve forfaiting gibi teknikler de uygulanmaktadır. Bununla birlikte, sermaye piyasası araçları da klasik bankacılık sektörü dışında yeni fon kaynakları üretme açısından alternatif olabilmektedir. Bu çerçevede KOBİ’ler risk ve girişim sermayesi yatırım fonları/ortaklıkları vasıtasıyla organize bir piyasanın sunduğu uzun vadeli kaynaklardan yararlanabilmektedir.

Risk sermayesi veya girişim sermayesinde, profes-

yonel yatırımcılar hızlı büyüme ve yüksek karlılık potansiyeli olan şirketlere yatırım yapmaktadır. Finansmanın yanı sıra, bilgi birikimi ve deneyimi olan profesyonel yatırımcılar aktif olarak firmanın yönetimine katılmaktadır. Dünyada ABD, Avrupa, Japonya ve İsrail gibi pek çok ülkede yaygın olarak kullanılan bu yöntem Türkiye’de özellikle son yıllarda kullanılmaya başlamıştır.

Bu uygulamaların yanı sıra, KOBİ’ler doğrudan halka açılarak da sermaye piyasasından kaynak yaratabilmektedir. İhraç ettikleri tahvil ya da hisse senetleri ile bu şirketler borsada işlem görebilmektedir.

KOBİ’ler, borsadaki şirketlere göre daha riskli görüldüğünden, ana pazardan farklı bir yapıda işlem görürler. KOBİ’lere yönelik oluşturulan piyasalarda kotasyon koşulları ana piyasaya göre daha düşüktür. Ayrıca, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri de genellikle daha düşüktür. Bazı piyasalarda likiditeyi artırmak üzere piyasa yapımcıları bulunmaktadır. Genellikle, şirketlere piyasa düzenlemeleri hakkında bilgi vererek şirketleri piyasaya hazırlayan ve kotasyon boyunca da şirketlerin borsa düzenlemelerine uyumu konusunda şirketlere yardımcı olan “piyasa danışmanı” finansal aracı kurumlar faaliyet göstermektedir.

KOBİ piyasalarının gelişimine bakıldığında, bu piyasaların iki farklı model etrafında şekillendiği görülmektedir: Ana borsa bünyesinde ayrı bir bölüm olarak gelişen KOBİ piyasaları ile ana borsadan bağımsız yapılanan ayrı KOBİ borsaları.

Londra Borsasının altında KOBİ pazarı olarak faaliyet gösteren Alternative Investment Market (AIM) ilk model için iyi bir örnektir. 1995 yılında kurulan bu piyasada 2011 Mayıs itibarıyla yaklaşık 100 milyar \$ piyasa değerine sahip 1.300’ü aşkın şirket işlem görmektedir. AIM’e ilişkin detaylı bilgiler ilerleyen bölümlerde ele alınacaktır.

Bağımsız KOBİ borsalarına en iyi örnek olarak

ABD’de faaliyetlerini sürdüren Nasdaq Borsası verilebilir. Nasdaq (National Securities Association of Securities Dealers Automated Quotation) ABD’de Aracı Kuruluşları Birliği’nin öncülüğünde 1971 yılında küçük ve orta ölçekli işletmelerin işlem gördüğü elektronik bir işlem platformu olarak faaliyete geçmiştir. Mevcut durumda KOBİ Borsası kapsamı dışına çıkan Nasdaq, piyasa değeri 3 trilyon \$’a ulaşan 2.000’e yakın şirketin işlem gördüğü bir borsa konumundadır.

1976’da Japonya’da (Jasdaq), 1996 yılında Güney Kore’de (Kosdaq) ve Romanya’da (Rasdaq) ve 1999’da Malezya’da (Mesdaq) Nasdaq’ı model alan KOBİ borsaları kurulmuştur. Ancak, söz konusu borsalar zamanla ülkedeki mevcut borsalara entegre olmaya başlamıştır. Böylece bağımsız bir şirket yapısında kurulan KOBİ borsası modeli etkinliğini yitirmiştir. Yakın zamanda Jasdaq’ın Japonya’nın önemli bir borsası olan Osaka Borsası ile birleşmesi sonucu bağımsız bir şirket statüsünde olan KOBİ borsası kalmamıştır.

II. YURTDIŞINDA KOBİ PİYASALARI

Tabloda, Dünya Borsalar Federasyonunun (WFE) ana borsa ile küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik oluşturulan piyasalara ilişkin 2010 sonu verileri bir

Uluslararası Piyasalarda KOBİ Pazarları (2010)

Ülke	Borsa / Pazar	Piyasa Değeri (mn. \$)	Kote Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (mn. \$)
İngiltere	Londra Borsası	3.613.064	2.966	2.749.533
	AIM	123.498	1.194	43.168
Japonya	Osaka Borsası	271.831	1.273	179.699
	Jasdaq	117.124	999	53.992
Çin	Şenzhen Borsası	1.311.370	1.169	3.563.792
	ChiNext	111.769	153	232.530
Güney Kore	Kore Borsası	1.091.911	1.798	1.604.551
	Kosdaq	86.327	1.029	416.941
Kanada	TMX Grup	2.170.433	3.741	1.366.301
	TSX Girişim Borsası	72.510	2.376	33.190
Hong Kong	Hong Kong Borsası	2.711.316	1.413	1.496.215
	Gelişen Şirketler Piyasası	17.324	169	16.211
Euronext Böl.	NYSE Euronext (Avrupa)	2.930.072	1.135	2.022.207
	Alternext	6.735	155	1.368
Singapur	Singapur Borsası	647.226	778	288.390
	SGX Catalist	5.087	133	3.754
Türkiye	İMKB	307.052	339	410.609
	İkincil Ulusal Pazar	4.123	31	11.474
Baltık Böl.	NASDAQ OMX Nordic	1.042.154	754	749.506
	First North	3.402	124	1.748
İrlanda	İrlanda Borsası	60.368	59	8.909
	Girişim Sermayesi Pazarı	2.881	23	83
Malezya	Malezya Borsası	408.689	956	111.821
	ACE Pazarı	1.868	113	1.115
Polonya	Varşova Borsası	190.232	584	69.157
	NewConnect	1.739	185	625
Tayland	Tayland Borsası	277.732	541	211.673
	Mai (Alternatif Pazar)	1.775	66	2.847
Viyana	Viyana Borsası	126.032	110	48.575
	İkincil Pazar	1.532	33	53
Norveç	Oslo Borsası	295.288	239	262.686
	Oslo Axess	1.518	34	543
G. Afrika	Johannesburg Borsası	925.007	397	339.620
	Alternatif Borsa	1.402	68	152
Mauritius	Mauritius Borsası	7.753	63	361
	Gelişen Girişimci Pazarı	1.123	50	42

Kaynak: WFE, İlgili borsalar

arada sunulmaktadır.

Bu verilere göre, WFE üyesi 53 borsanın 30’unda küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik çeşitli pazarlar mevcuttur. Piyasa değeri olarak İngiltere’deki AIM, Japonya’daki Jasdaq, Güney Kore’deki Kosdaq, yakın zamanda açılan Chinext ile Kanada’daki Toronto Girişim Borsası öne çıkmaktadır. İşlem hacimlerinde Çin ve Güney Kore’deki pazarlar dikkat çekmektedir.



Kote şirket sayısı bakımından Jasdak, Kosdaq ve TSX Girişim Borsası bulundukları borsanın ana pazarları ile karşılaştırıldıklarında da öne çıkmaktadır. İleride de değinileceği üzere, söz konusu pazarların bir borsa bünyesine katılmadan önce bağımsız bir şirket olarak yapılandığı dikkat çekmektedir.

Yurtdışındaki uygulamalara geçmeden önce, Türkiye’de İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Gelişen İşletmeler Piyasasına (GİP) değinmek yararlı olacaktır. 2010 yılında faaliyete geçen GİP’te, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınmış, ancak İMKB hisse senedi kotasyon şartlarını sağlamayan şirketlerin işlem görmesi düşünülmüştür. GİP’e kote olmak isteyen şirketlerden, ana piyasa olan Hisse Senetleri Piyasasındaki şirketlerin aksine, kârlılık, faaliyet süresi, sermaye büyüklüğü ve piyasa değeri gibi niceliğe ilişkin kriterler aranmamaktadır.

Gelişen İşletmeler Piyasasında, yurtdışındaki uygulamalara benzer şekilde “piyasa danışmanları” kullanılmaktadır. Aracı kurum, portföy yönetim şirketi ile

girişim sermayesi yatırım ortaklığı piyasa danışmanı olabilir. Şirketlerin ana piyasaya kote olma sürecindeki gerekli incelemeler Borsa tarafından yapılırken, GİP’teki gerekli incelemeler piyasa danışmanları tarafından yapılır. Şirketin GİP’te işlem görmesi için piyasa danışmanının olumlu görüş raporu gerekmektedir. Borsa söz konusu raporu ele alarak kotasyona karar vermektedir. GİP’te “Piyasa Yapıcı Sürekli Müzayede” işlem yöntemi uygulanır. Piyasa yapıcısı bulunmayan işlem sıralarında “Tek Fiyat” işlem yöntemi uygulanır.

Halka arzın yanında, sermaye artırımını ile ihraç edilen payların tahsisli satışı da mümkündür. Ana piyasada kote olacak şirketlerden son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar istenirken, GİP’teki şirketlerden yalnızca son yıl sonu raporları istenmektedir.

KOBİ’lerin bu piyasaya girmesi için çeşitli teşvikler sunulmuştur. SPK, İMKB ve MKK aldıkları ücretleri diğer İMKB pazarlarında işlem gören paylara göre onda biri seviyelerine indirmişlerdir. KOSGEB, kotasyon sırasında alınan piyasa danışmanlığı, bağımsız denetim ve aracılık gibi hizmetlerin karşılanması için belirli limitlerde geri ödemesiz destek programı geliştirmiştir. 2011 Haziran sonu itibariyle yalnızca 1 şirket bu piyasada işlem görmektedir.

İleride, küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik oluşturulan seçilmiş borsalardaki KOBİ piyasaları incelenecektir.

A. Londra Borsası-AIM (İngiltere)

AIM, 1995 yılında Londra Borsası içinde küçük ölçekli ve büyümekte olan şirketlerin ihtiyaçlarını karşılamak, yatırım sermayesi toplamak ve hissedarların küçük şirketlerin hisselerini alıp satmalarını sağlamak amacıyla oluşturulmuş bir pazardır. AIM, herhangi bir minimum piyasa değeri ya da ödenmiş sermaye kriteri gözetmeksizin her büyüklükteki şirkete açık olan bir piyasadır.

Kurulduğu gün 130 milyon \$ piyasa değerinde 10 şirketin kote olduğu pazara, Nisan 2011’e kadar 2.674 şirket kabul edilmiştir. Zaman içinde bu şirketlerden bazıları ana borsaya geçmiş, bazıları da kotasyon koşullarını kaybederek kot dışı kalmıştır.

AIM Piyasa Verileri

	1995	2000	2008	2009	2010	2011/04
Şirket Sayısı	10	524	1,550	1,293	1,194	1,164
İngiliz	10	493	1,233	1,052	965	941
Uluslararası	0	31	317	241	229	223
Piyasa Değeri (mn. \$)	128	22,311	54,724	91,445	123,498	133,895
İşlem Hacmi (mn. \$)	428	20,635	89,455	52,671	43,168	20,831
Şirketlere Aktarılan Kaynak* (mn. \$)	-	9,648	98,128	106,145	112,368	112,400
Kaynak: Londra Borsası	*Kuruluşundan itibaren					

Nisan 2011 itibarıyla işlem gören, 223'ü yabancı, 1.164 şirket vardır. Şirket sayısı ana pazardaki şirket sayısının neredeyse yarısına ulaşmıştır. Toplam piyasa değeri 134 milyar \$'dır. 2010 yılında 43 milyar \$ civarında olan işlem hacmi 2011 yılının ilk 4 ayında 21 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Kuruluşundan itibaren borsadaki şirketler 112 milyar \$'lık sermaye artırımını yaparak kendilerine kaynak yaratmışlardır.

AIM'de, klasik kotasyon kurallarının aksine, piyasa değeri ve halka açıklık oranı gibi büyüklüklerle ilgili koşul bulunmamaktadır. Pazar her boyutta, her ülkeden ve her sektördeki şirketlere açıktır. Ana piyasada işlem gören şirketlerin önemli devrolma ve satış kararlarından önce, hissedarlardan onay alması gerekirken, AIM'deki şirketlerde böyle bir şart aranmaz.

AIM'de işlem gören şirketler yasal olarak "kote şirket" statüsünde değildir. Bu şirketler, İngiltere Kotasyon Otoritesi'nin (United Kingdom Listing Authority-UKLA) bazı düzenlemelerine tabi değildir. Örneğin, halka arz sırasında hazırlanan izahnamenin UKLA tarafından gözden geçirilmesine gerek yoktur.

AIM'de işlem gören şirketlere yatırım yapan yatırımcılara yönelik vergisel teşvikler bulunmaktadır.

AIM'de yeni ihraç edilen hisselerle yapılan yatırımlardan (500.000 £'a kadar yapılan yatırımlar) elde edilen kazancın %20'si gelir vergisi matrahından düşmektedir. Bununla birlikte, yatırımlar ileriki yıllarda devam ederse de söz konusu oran %38'e kadar çıkabilmektedir. Ayrıca, minimum iki yıl boyunca elde tutulan yatırımların verasetinde intikal vergisi alınmamaktadır. Bununla birlikte, AIM'de işlem gören risk sermaye şirketlerine yatırım yapan yatırımcıların

temettü gelirleri ve sermaye kazançları vergiden muaftır (200.000 £'a kadar yapılan yatırımlar).

AIM'de işlem görmek için başvuran şirketlerin yerine getirmesi gereken

koşullar aşağıda sıralanmıştır.

1. Londra Borsası'nda "görevlendirilmiş danışman" olarak kayıtlı bulunan şirketlerden biriyle anlaşmış olmalıdır.
2. Halka arz için bir aracı kurumla anlaşmalıdır. Bu aracı kurum aynı zamanda "görevlendirilmiş danışman" da olabilmektedir.
3. Hisselerin transferi serbest olmalıdır.
4. Kurulduğu ülkenin kanunlarına uygun bir şekilde anonim şirket statüsünde kurulmuş olmalıdır.

AIM örneğinde en önemli kavram görevlendirilmiş danışman şirket (nominated adviser - Nomads) kavramıdır. Bu şirketler; aracı kurumlar, bankalar, bağımsız denetim şirketleri veya kurumsal finansman danışmanlığı şirketleri olabilmektedir. Görevlendirilmiş danışman olmak isteyen şirketler, en az iki yıldır kurumsal finansman faaliyetlerinde bulunmuş olmalı ve bu süre içinde de Avrupa Ekonomik Alanında (EEA) en az üç kurumsal finansman danışmanlığı işlemi yapmış olmalıdır. Görevlendirilmiş danışmanların en az dört "yetkili yönetici"si olmalıdır. Yetkili yöneticilerin vasıfları Londra Borsası tarafından incelenmiş ve kabul edilmiş olmalıdır. Görevlendirilmiş danışmanlar Londra Borsası'nın denetimine tabidir.

Londra Borsası ve AIM Pazarı Kotasyon Koşulları

Londra Borsası-Ana Piyasa	AIM
*Minimum piyasa değeri	-
*Minimum üç yıllık ticari faaliyet	-
*Minimum halka açıklık oranı	-
*Kotasyon sırasında aracı kurum	*Kotta kalınan süre boyunca atanmış bir piyasa danışmanı
*UKLA tarafından izahnamenin gözden geçirilmesi	-
*Önemli devralmalar ve satışlarda ilgili taraf işlemlerinin hissedarlar tarafından onaylanması	-
Kaynak: Londra Borsası	

AIM’de işlem gören şirket, görevlendirilmiş danışmanla anlaşması bittiğinde veya feshedildiğinde, bir ay içinde yeni bir danışman atamak zorundadır, atamaması halinde borsadan çıkarılır.

AIM, şirketlerin halka arzı ve halka arz sonrası kamuya açıklama yükümlülükleriyle ilgili sorumlulukların önemli bir kısmını, şirketle beraber görevlendirilmiş danışmana yüklemektedir. İşlem görmek isteyen her şirketin “görevlendirilmiş danışmanı” AIM’de halka açılma aşamasındaki tüm konularda yardım eder, şirketi halka arza hazır hale getirir ve olumlu görüş raporuyla başvuruda bulunur. Raporun sorumluluğu şirkete ve görevlendirilmiş danışmana aittir. Borsa şirket hakkında ayrıca bir inceleme yapmaz.

AIM, katı kotasyon koşulları yerine kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ön planda tutmakta ve kamuyu aydınlatma kurallarında taviz vermemektedir.

AIM’e kote olan şirketlerin internet sitesinde faaliyetleri, yöneticileri ve görev alanlarına ilişkin bilgilerin yanı sıra, ihraç edilen menkul kıymet sayısı, halka açıklık oranı, önemli ortaklar ve payları, varsa AIM dışında kote olduğu piyasa bilgilerinin yer alması gerekir. Ayrıca, şirket son 12 ay içerisinde AIM’e yapılan bütün bildirimleri yayınlamakla yükümlüdür.

İnternet sitesinde son 3 yıldaki yarı yıllık ve yıllık finansal tabloları ile piyasa danışmanlarına ilişkin bilgiler de bulunmalıdır.

AIM’de bir şirketin kotasyonu, kote olmaya karar verdiği tarihten itibaren genellikle 12-16 hafta arasında tamamlanabilmektedir.

Londra Borsasında menkul kıymetler farklı işlem sistemlerinde alınıp satılabilmektedir. SETS, SETqx, ve SEAQ adlı üç farklı işlem sistemi vardır. Ana pazar-daki likit menkul kıymetler ve AIM’deki likit menkul kıymetler SETS adlı ana sistemde işlem görmektedir. Daha az likit olan şirketler SETqx platformunda işlem görür. AIM’de şirketler likiditelerini artırmak için isterlerse piyasa yapıcısı atayabilirler. Piyasa yapıcısı olan menkul kıymetler de SEAQ işlem sisteminde yer alır.

B.Kore Borsası-Kosdaq (Kore)

ABD’de Aracı Kuruluşlar Birliğinin kurduğu Nasdaq Borsasına benzer şekilde Güney Kore’de Kore Aracı Kuruluşlar Birliği öncülüğünde 1996 yılında Kosdaq Menkul Kıymetler Şirketi kurulmuştur. Şirket, 1991 yılında hayata geçirilen ve tezgahüstü menkul kıymet ticaretinin yapıldığı Kosdaq sisteminin devamı

Kore Borsası ve Kosdaq Pazarı Kotasyon Koşulları				
		Kore Borsası	KOSDAQ	
		Ana Pazar	Diğer Şirketler	Büyüyen Risk Sermayesi
Faaliyet Süresi		3 yıl	3 yıl	-
Özsermaye		≥ 10 myr. KRW (9,4 mn. \$)	≥ 3 myr. KRW (2,8 mn. \$)	$\geq 1,5$ myr. KRW (1,4 mn. \$)
Piyasa Değeri		≥ 20 myr. KRW (18,8 mn. \$)	-	-
Kâr (iki şarttan biri)	1. Özsermaye kârlılık oranı	$\geq 5\%$ (son yıl) $\geq 10\%$ (son 3 yıl)	$\geq 10\%$	$\geq 10\%$
	2. Geçmiş yıl net kâr	$\geq 2,5$ myr. KRW (son yıl-2,4 mn. \$) ≥ 5 myr. KRW (son 3 yıl-4,7 mn. \$)	≥ 2 myr. KRW (1,9 mn. \$)	≥ 2 myr. KRW (1,9 mn. \$)
	Küçük yatırımcı sayısı	1.000 veya daha fazla azınlık hisseleri	500 veya daha fazla azınlık hisseleri	-
	Sermaye Dağılımı	$\geq 10\%$ (azınlık hisselerinin oranı %30’dan fazla ise) $\geq 20\%$ (azınlık hisselerinin oranı %30’dan küçükse)	$\geq 10\%$ (azınlık hisselerinin oranı %30’dan fazla ise) $\geq 20\%$ (azınlık hisselerinin oranı %30’dan küçükse)	-
Kaynak: Kore Borsası				

Kosdaq Piyasa Verileri

	2000	2007	2008	2009	2010	2011/04
Şirket Sayısı	604	1,022	1,038	1,028	1,029	1,022
Piyasa Değeri (mn. \$)	22,937	106,695	34,937	73,941	86,327	95,170
İşlem Hacmi (mn. \$)	489,406	539,318	277,389	418,127	416,941	157,134
Şirketlere Aktarılan Kaynak (mn. \$)	5,122	1,426	2,083	2,476	1,194	-

Kaynak: Kore Borsası, WFE

niteliğindedir.

Nasdaq'ı model alan Kosdaq, Güney Kore ve diğer Asya ülkelerinde KOBİ'lerin finansman sağlamasını kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur. 1998 yılında Kosdaq Komitesi kurulmuş, 1999 yılında da adı Kosdaq Borsası olarak değiştirilmiş ve kâr amacı güden bir şirket halini almıştır.

2005 yılında Kore Borsası, Kore Vadeli İşlemler Borsası ve Kosdaq, uluslararası piyasada rekabet gücünü artırmak amacıyla birleşme kararı almışlardır. Böylece Kosdaq, Kore Aracı Kuruluşlar Birliğinden ayrılarak Kore Borsasının bir parçası olmuştur. Mevcut durumda, aracı kurumların sahip olduğu Kore Borsasının ortaklık yapısında Birliğin payı %2 civarındadır.

Dünya uygulamaları arasında başarılı bir örnek sayılabilecek Kosdaq için devlet teşvikleri de önemli olmuştur. Örneğin, bu piyasada yapılan işlemlerden elde edilen gelirler (temettü ve değer artış kazancı gelirleri gibi), yatırımcının ortaklık payı %5'i (ya da 5 milyar KRW-yaklaşık 4,7 milyon \$) aşmamak koşuluyla gelir vergisinden muaftır.

Bununla birlikte, Kore hükümeti özellikle 1997-98 ekonomik krizinin ardından KOBİ'leri geliştirmeye dönük kapsamlı programlar yürütmüştür. Risk sermayesi yatırım şirketlerine yönelik düzenlemeler getirilmiş, bu şirketlere kredi sağlayan kamu fonları oluşturulmuştur. Ayrıca bu şirketlere daha düşük kotasyon koşulları sunularak Kosdaq'ta halka arz edilmesi teşvik edilmiştir.

1991 yılında ilk Kosdaq sisteminin oluşturulduğu yapıda piyasa yapıcılığı sistemi vardı. Ancak, 1996 yılında bu sistem kalkmış, sadece sürekli müzayede uygulanmaya başlamıştır. İşlemler ana pazara benzer şekilde 9:00-15:00 arasında yapılmaktadır.

Kosdaq Borsasında işlem görebilmek için şirketlerin,

"risk sermayesi şirketleri" (KOBİ yasasına göre tanımlanmış), "büyüyen risk sermayesi şirketleri" ile "diğer şirket-

ler" (yatırım fonları ve yabancı firmalar dahil) kategorilerinden en az birinin şartlarına uygun finansal kriterlere sahip olmaları gerekmektedir.

Tabloda da görüldüğü üzere risk sermayesi şirketlerinin Kosdaq'a kotasyon şartları daha düşük tutulmuştur. Büyüyen risk sermaye şirketlerinin kotasyon koşulları çok düşük olup, bu şirketleri borsa tanımlamaktadır.

Yanlış bilgilendirme yapılması, şirketin iflas etmesi, ana faaliyetlerin 6 aydan fazla durması, sermaye kadar zarar edilmesi, 3 aydan daha fazla süre işlem görmemesi gibi nedenlerle şirketler borsa kotundan çıkarılmaktadır.

Kore Borsasının ana piyasasındaki (KOSPI) şirket sayısı 1.800 iken, Kosdaq piyasasındaki şirket sayısı 1.000'in üzerindedir. 2007 yılında 107 milyar \$'a ulaşan piyasa değeri krizle birlikte 2008'de 35 milyar \$'a kadar inerken, devam eden dönemlerde tekrar yükselmiştir. Aynı dönemde ana piyasadaki iniş ve çıkışlar görece daha az olmuştur. Nisan 2011 itibarıyla Kosdaq 95 milyar \$'lık piyasa değerine ulaşarak kriz öncesi seviyeye yaklaşmıştır.

2010 yılında işlem hacmi ana pazardakinin dörtte biri kadar, 417 milyar \$ olmuştur. Kosdaq, işlemlerin ağırlıklı bir kısmının bireysel yatırımcılar tarafından yapıldığı bir piyasadır. Bunun yanı sıra bu piyasada gerek ilk halka arz sırasında, gerekse sermaye artırım yoluyla şirketlere aktarılan kaynak son 5 yılda 1-3 milyar \$ arasında değişmiştir.

C.Osaka Borsası-Jasdaq (Japonya)

Jasdaq, 1976 yılında küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü tezgahüstü bir piyasa olarak kurulmuş, Japon Aracı Kuruluşlar Birliğince yönetilmiştir. 13 Aralık 2004 tarihinde ise tezgahüstü piyasa statüsünden çıkarak bağımsız bir borsa olarak yapılanmıştır.

Osaka Borsası ve Jasdaq Pazarı Kotasyon Koşulları

	Ana Pazar		Jasdaq	
	1. Pazar	2. Pazar	Standart	Gelişen
Özsermaye	> 1 myr. ¥ (12,3 mn.\$)	> 300 mn. ¥ (3,7 mn. \$)	> 200 mn. ¥ (2,5 mn. \$)	>0
Net kar (Son 1 yıl)	>100 mn. ¥ (1,2 mn. \$) (Son iki yıl >400 mn. ¥)	>100 mn. ¥ (1,2 mn. \$)	>100 mn. ¥ (1,2 mn. \$)	-
Kote edilecek HS sayısı	>20.000 lot	>2.000 lot	>1.000 lot	>1.000 lot
Ortak sayısı	>2.200	>300	>300	>300
Piyasa değeri	>100 myr. ¥ (1,2 myr. \$)	>100 myr. ¥	>5 myr. ¥ (62 mn. \$)	-
Halka açık kısmın piyasa değeri	>2 myr. ¥ (25 mn. \$)	>500 mn. ¥ (6,2 mn. \$)	>500 mn. ¥ (6,2 mn. \$)	>500 mn. ¥ (6,2 mn. \$)
Halka açıklık oranı	>35%	>25%	-	-
Şirketin faaliyet süresi	> 3 yıl	> 3 yıl	> 1 yıl	> 1 yıl

Kaynak: Osaka Borsası

Jasdaq Piyasa Verileri

	2006	2007	2008	2009	2010	2011/04
Şirket Sayısı	1,126	1,151	1,095	1,038	998	986
Piyasa Değeri (myr. \$)	158	182	127	90	95	114
İşlem Hacmi (myr. \$)	37	48	67	44	56	26
Jasdaq Endeksi	86.2	72.2	48.2	48.4	52.3	51.6

Kaynak: Osaka Borsası, WFE

*2010 yılı öncesi verilerine Hercules pazarı da dahildir.

Jasdaq pazarında halka açılmak için şirketlerin sponsor bir aracı kurum ile anlaşmaları gerekmektedir. Jasdaq pazarında işlem sistemi olarak sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığı bir arada kullanılmaktadır.

Tezgahtüstü piyasadaki şirketlerin tamamına yakını yeni kurulan borsaya kote olmuştur.

2008 sonunda Jasdaq'ın %76 hissesini alan Osaka Borsası¹, 2010 yılında Jasdaq ile birleşmiştir. Birleşme sonucu daha önce Osaka Borsasının küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik pazarı olan Hercules kapanmış, buradaki şirketler ve Jasdaq Borsasındaki şirketler yeni oluşturulan Jasdaq pazarına kote olmuştur.

Osaka Borsasında ana piyasada şirketler 1. ve 2. pazarda işlem görmektedir. Genellikle şirketler önce 2. pazarda kote olmakta, belirli kriterleri yerine getirince 1. pazarda işlem görmeye başlamaktadır. Jasdaq'da da şirketler "standart" ve "gelişen" olmak üzere iki alt pazarda işlem görmektedir. "Gelişen" bölümde teknolojileri ve iş modelleri ile büyüme potansiyeli gösteren şirketler yer alırken, "standart" bölümde yakaladığı büyümeyi devam ettirecek orta ölçekteki şirketler yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere kotasyon koşulları en düşük olan, özsermaye veya kârlılık şartı aranmayan gelişen pazardır.

5 mali yıl boyunca zarar edilmesi, kotasyonun ardından bir yıl içinde ortak sayısının 150'nin altına inmesi, halka açık piyasa değerinin 250 milyon ¥'in (3 milyon \$) altına inmesi, iflas sürecine girilmesi, piyasa fiyatının 10 ¥'in altına inmesi gibi nedenler şirketlerin kotasyondan çıkarılmasına neden olmaktadır.

Şirket sayılarına bakıldığında, özellikle 2008-2009 yıllarında şirket sayısında azalmalar dikkat çekmektedir. Bu durumda birleşme döneminde bazı şirketlerin ana pazara geçmesi etkili olmuştur. 2011 Nisan sonu itibarıyla Osaka Borsası ana pazarında işlem gören şirket sayısı 1.250 civarındayken Jasdaq'ta 986'dır. Aynı dönemde Jasdaq pazarının piyasa değeri ana pazarın yaklaşık yarısı kadar, 114 milyar \$'dır. Yılın ilk dört ayında 26 milyar \$'lık işlem gerçekleşmiştir. Yine ana pazarla karşılaştırıldığında bu tutarın, ana pazardaki işlemlerin üçte birine denk geldiği görülmektedir.

1. Osaka Borsası ve Japonya Sermaye Piyasası hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Haziran 2011 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz.

Şenzhen Borsası ve ChiNext Pazarı Kotasyon Koşulları		
	Ana Pazar ve SME Pazarı	ChiNext (GME)
Şirket faaliyet süresi	>3 yıl	>3 yıl
Kârlılık (iki şarttan biri)	-Son 3 yıl kar>30 mn. RMB (4,6 mn. \$)	-Son 2 yıl kârı> 10 mn. RMB (1,6 mn. \$)
	-Son 3 yıl toplam gelir> 300 mn. RMB (46 mn. \$)	-Son yıl kâr> 5 mn. RMB+son yıl toplam gelir> 50 mn. RMB (7,8 mn. \$)+ son yıl gelir büyüme oranı >30%
Ödenmiş Sermaye	>50 milyon RMB (7,8 mn. \$)	>20 milyon RMB (3,1 mn. \$)
Halka Açıklık Oranı	>25%	>25%
Ortak Sayısı	>1.000	>200
Kaynak: Şenzhen Borsası		

D. Şenzhen Borsası-ChiNext (Çin)

Çin, gerek ekonomik büyümesiyle gerekse sahip olduğu sermaye piyasası büyüklüğü ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yakından takip ettiği bir piyasa konumundadır. Özellikle 2004 yılından itibaren yapılan reformlar ile son yıllarda sermaye piyasasında büyük atılımlar gerçekleştirilmiştir.

Çin'in iki önemli borsası olan Şanghay ve Şenzhen Borsaları 90'lı yılların başında açılmış, günümüzde gerek piyasa değeri gerekse işlem hacmi bakımında dünya sıralamasında ön sıralara yükselmiştir.²

Son yıllarda hızlı büyüyen Çin ekonomisinde de KOBİ'lerin önemli bir yeri vardır. Ticaret Bakanlığına göre ülkede 10 milyonun üstünde KOBİ kayıtlıdır. Milli gelirin yaklaşık %60'ını yaratan bu işletmeler, ihracatın %70'ini üretmekte, işgücünün de %80'ini istihdam etmektedir.

KOBİ'ler için 2004 yılında Şenzhen Borsasında Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler Pazarı ile açılmıştır. Mevcut piyasanın ayrı bir bölümü olarak kurulan pazarda şirketler aynı kotasyon koşulları ve düzenlemeler altında işlem görmektedir. Kamuyu aydınlatma, halka arz sponsoru (Çin'de halka arz olacak şirketlerin sponsor bir aracı kurumla anlaşması gerekir), sermaye yeterlilik koşulları, halka açıklık oranları gibi gereklilikler ana piyasanın aynısıdır. Bu pazarda farklı hisse kodları, farklı işletim sistemleri ve farklı gözetim mekanizmaları geçerlidir. Fiyat limitleri, kapanış fiyatları, açılış seansları gibi piyasa işleyişinde ana pazarla bazı farklılıklar bulunmaktadır. 2010 yılında bu pazardaki şirket sayısı (531) ana pazardaki şirket sayısını (527) aşmıştır.

Ekim 2009'da küçük ve orta ölçekli şirketler için Çin Sermaye Piyasası Düzenleme Komisyonu öncülüğünde Şenzhen Borsası için Büyüyen Şirket Pazarı (Growth Enterprise Board-ChiNext olarak da adlandırılır) adlı yeni bir piyasa oluşturulmuştur. KOBİ pazarından farklı olarak bu piyasada işlem görmek isteyen şirketler için kotasyon koşulları kolaylaştırılmıştır.

Diğer halka açılan şirketlerde olduğu gibi, sponsorluk sistemi bu pazarda da geçerlidir. ChiNext'te işlem görmek isteyen şirketin izahnamesi ve diğer belgeleri sponsor aracı kurumun sorumluluğundadır. Sponsor aracı kurum, şirketlerin halka arzını izleyen bir yıl boyunca şirket faaliyetlerinin sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunu sağlamak zorundadır. Piyasa yapıcılığı sistemi ChiNext'te yoktur. Zira, Çin sermaye piyasası yasasına göre aracı kurumlar hisse senedinde portföy işlemi yapamamaktadır. Söz konusu yasağın kaldırılması halinde Borsa, bu pazara ilişkin piyasa yapıcılığı sistemini getirebileceğini bildirmiştir.

ChiNext'te ana pazardaki şirketlerde olduğu gibi finansal tablo bildiriminin yanı sıra ortaklık yapısının değişmesi, yönetici kadrosundaki değişiklikler vb. özel durum açıklamaları gibi kamuyu aydınlatma yükümlülükleri vardır.

ChiNext Piyasa Verileri

	2009	2010
Şirket Sayısı	36	153
Piyasa Değeri (mn. \$)	23,584	111,769
İşlem Hacmi (mn. \$)	26,765	232,529
Şirketlere Aktarılan Kaynak (mn. \$)	2,988	14,252
ChiNext Endeksi	-	1,124

Kaynak: Şenzhen Borsası, WFE

2. Çin sermaye piyasası hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Şubat 2009 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz.

2009 yılında açılan ChiNext'e büyük ilgi olmuş, işlem gören şirket sayısı 2010 yılında 153'e çıkmıştır. Bu şirketlerin piyasa değeri 112 milyar \$'ı bulurken, 2010 yılında 233 milyar \$'lık işlem yapılmıştır.

E. Euronext-Alternext

Küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik olarak Alternext Mayıs 2005'te faaliyetlerine başlamıştır. Euronext'te bu piyasanın yanı sıra küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü Serbest Piyasa (Free Market) da bulunmaktadır. Tezgahüstü piyasa gibi işleyen bu piyasadaki düzenlemeler AB düzenlemelerine tabi değildir.

Avrupalı farklı ülkelerin borsalarının birleşmesi ile kurulan Euronext'te (Euronext ile ilgili detaylı bilgiye Haziran 2005 tarihli Sermaye Piyasasında Gündem dergisinden ulaşılabilir) olduğu gibi Alternext'te de 4 bölüm (Belçika, Hollanda, Fransa ve Portekiz) bulunmaktadır. Genel uygulamada şirketler yerleşik olduğu bölgedeki bölümde işlem görmektedir.

Alternext'te şirketler 3 farklı şekilde işlem görebilmektedir.

- Halka arz: Şirketler yeni veya mevcut hisselerin satışı yoluyla kote olabilir.
- Tahsisli satış: Şirket kote olmadan önceki 1 yıl içinde bir defada en az 2,5 milyon € sermaye artırarak en az 3 yatırımcıya satış yapmış olmalıdır.
- Çapraz kotasyon: NYSE Euronext (ana pazarda) ya da başka borsalarda işlem gören şirketler bu pazara da kote olabilir.

Diğer KOBİ pazarlarında olduğu gibi Alternext'e de kotasyon koşulları ana pazara göre düşürülmüştür. Kote olacak şirketlerin halka arz ya da tahsisli satış

yoluyla (minimum 3 farklı yatırımcıya) en az 2,5 milyon € satış yapması istenir. Diğer pazar/borsalarda kote olan şirketler için halka açık piyasa değerinin minimum 2,5 milyon € olması beklenir. Tahsisli satış yapan şirketler için düzenleyici otoritenin onayından geçmiş sirküler yeterliyken, halka arz olacak şirketler için otorite tarafından onaylanmış daha kapsamlı bilgileri içeren izahnamelerin hazırlanması gerekir.

Kote olacak şirketler için, son iki yıllık finansal tablo sunumu gerekirken, son yıla ait tabloların bağımsız denetimden geçmesi gereklidir. Finansal tablo sunumlarında Uluslararası Finansal Raporlama Standartları yerine yerel muhasebe standartları da kullanılabilir. Bu pazara kote şirketlerin çeyrek dönemler halinde finansal tablo hazırlama zorunluluğu bulunmazken, yayınladıkları yarı yıllık tabloların da bağımsız denetimden geçmesine gerek yoktur. Öte yandan kote şirketler, fiyat hareketlerini etkileyecek önemli durumları, bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tabloları, payı %5'i aşan yatırımcıları, yöneticilerin yaptıkları işlemleri ve diğer kamuyu aydınlatma bildirimlerini yapmak zorundadır.

Alternext'e kote olacak şirketlerin Borsaya kayıtlı sponsor bir aracı kurum atamaları gerekir. Şirket sponsor kurumla kote olma ve kotta kalma süresince anlaşmaktadır. Sponsor kurum kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumludur.

Genellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü Serbest Piyasa'da, Brüksel (2004) ve Paris (1996) olmak üzere iki farklı bölüm vardır. Bu piyasadaki şirketlere yönelik düzenlemeler ve kotasyon maliyetleri Alternext'e kıyasla daha düşüktür. Tezgahüstü piyasa gibi işleyen bu piyasadaki şirketler AB düzenlemelerine tabi değildir. Şirketlerin bu piyasada işlem görmesi için ödenmiş sermayelerinin

Euronext ve Alternext Pazarı Kotasyon Koşulları

	Euronext	Alternext	Serbest Piyasa
Min. Halka Arz Tutarı	Sermayenin %25'i ya da %5'i (Sermaye 100 milyon €'dan fazla ise)	2,5 milyon € (Tahsisli satış/halka arz)	-
Finansal Tablolar	Son 3 yıllık finansal tablo sunumu (Bağımsız denetimden geçmiş)	Son 2 yıllık finansal tablo sunumu (Son yıl bağımsız denetimden geçmiş)	Son yıl finansal tablo sunumu
Muhasebe Standardı	UFRS	UFRS ya da yerel muhasebe standardı	UFRS ya da yerel muhasebe standardı
Düzenleyici Otorite	Onaylanmış izahnameler	Onaylanmış izahnameler (halka arz) Onaylanmış sirküler (tahsisli satış)	Onaylanmış sirküler
Finansal Aracılık	-	Sponsor kurum	Sponsor kurum

Kaynak: NYSE Euronext

Euronext KOBİ Piyasaları Verileri					
mn. €	2006	2007	2008	2009	2010
Alternext					
Şirket Sayısı (adet)	75	119	128	125	155
Piyasa Değeri	3,436	5,738	3,247	4,180	5,020
İşlem Hacmi	999	2,306	913	1,147	1,116
Serbest Piyasa					
Şirket Sayısı (adet)	272	291	313	312	273
Piyasa Değeri	11,250	15,735	14,108	8,719	6,696
İşlem Hacmi	561	738	295	124	117
Kaynak: Euronext					

225.000 €'nin üzerinde olması gerekir.

Bu şirketler için diğer pazarlarda olduğu gibi, minimum halka açılma tutarı yoktur. Şirketler kote olmadan önce şirket faaliyetlerini içeren sirküleri ilgili düzenleyiciye bildirmek zorundadır. Bu piyasalar için de Alternext'teki gibi sponsor sistemi zorunludur. Diğer piyasalarda kottan çıkarılan şirketler bu piyasada işlem görebilmektedir.

Faaliyete geçtiği 2005 yılından itibaren Alternext'de işlem gören şirket sayısı yavaş artmış, 2010'da 155'e yükselmiştir. Alternext'in piyasa değeri 2010'da 5 milyar €'ya ulaşırken işlem hacmi 2010'da 1,1 milyar €'da kalmıştır.

Serbest piyasanın ise gerek şirket sayısı gerek piyasa değeri bakımından Alternext'in önünde olduğu görülmektedir. 2010 sonu itibarıyla 273 şirket bu piyasada işlem görmektedir. Öte yandan yüksek piyasa değerine rağmen işlem hacmi Alternext'in onda birine inmiştir.

F. TMX Grup-TSX Girişim Borsası (Kanada)

Kanadalı TMX Grup bünyesinde, Toronto Borsası (TSX) ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü TSX Girişim Borsası (TSX Venture-TSXV) faaliyet göstermektedir. Bu piyasaların dışında elektrik ve doğalgaz sektöründeki şirketlerin işlem gördüğü Kanada Doğal Gaz Borsası ile türev ürünlerin işlem gördüğü Montreal Borsası da TMX Grubu altındaki diğer borsalardır. Türev ürünlerin işlem gördüğü Montreal Borsasını 1999 yılında bünyesine katmasıyla TMX Grup, Kanada'nın en önemli borsası konumuna geçmiştir. TMX Grup ile ilgili daha detaylı

bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Nisan 2008 tarihli sayısında yer alan Borsa Birleşmeleri ve Stratejik Ortaklıklar adlı makaleden ulaşılabilir.

TSX Girişim Borsasının kuruluşunu 1999 yılında türev araçların işlem gördüğü Vancouver Borsası ile Alberta Borsasının birleşimi ile oluşan Kanada Girişim Borsasına (CDNX) dayandırmak

mümkündür. Küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik oluşturulan bu oluşuma daha sonra, Winnipeg Borsası, Kanada İşlem Ağı ve Montreal Borsasının küçük ve ortak ölçekli hisse senetleri pazarı dahil olmuştur. 2001 yılında bu borsa TSX Girişim Borsası adı altında TMX bünyesine katılmıştır.

TSX Girişim Borsasında kotasyon koşulları, şirketlerin faaliyette oldukları sektöre göre değişmektedir. Ayrıca, şirketler ilgili sektördeki konumlarına göre iki katmana ayrılmıştır. 1. katmanda genellikle sektörün önde gelen şirketleri, 2. katmanda görece daha küçük şirketler işlem görmektedir.

Kote olacak hisse sayısı 2. katmandaki şirketler için en az 500.000 adet olmalı iken, 1. katmandaki şirketlerde bu sayı 1.000.000'a çıkmaktadır. Minimum ortak sayısı da 2. katmanda 200, 1. katmanda 250'dir. Minimum halka açıklık oranı her iki katman için %20'dir. 2. katmana kote olacak şirketlerin en az 100.000 C\$'lık (97.000 \$), 1. katmandakilerin de 200.000 C\$'lık (193.000 \$) özsermaye yedeklerinin bulunması gerekir.

Borsaya kote olacak şirketlerin yükümlülükleri sektörlerine göre değişmektedir. Örneğin 2. katmandaki teknoloji-sanayi şirketlerinin minimum maddi duran varlıkları 750.000 C\$ (725.000 \$) olmalı iken, gayrimenkul-yatırım şirketlerinin 2.000.000 C\$ (1.933.000 \$) olmalıdır. 1. katmandaki şirketlerde bu tutarlar yükselmektedir.

Madencilik ile enerji ve gaz sektöründeki şirketler için maddi duran varlık şartı yoktur. Bunun yerine, tabloda yer verilen sektörel şartlar getirilmiştir. Amaç şirketlerin faaliyetleri hakkında kamuyu aydınlatmalarıdır.

TSX Girişim Borsası Kotasıyon Koşulları									
Maden			Enerji ve Gaz			Teknoloji, Sanayi, Canlı Bilimi			Gayrimenkul, Yatırım
İkinci Katman									
Kote olacak hisse sayısı	500.000		500.000		500.000		500.000		500.000
Ortak sayısı	200		200		200		200		200
Halka açıklık oranı	%20		%20		%20		%20		%20
Özsermaye yedekleri	100.000 C\$		100.000 C\$		100.000 C\$		100.000 C\$		100.000 C\$
Maddi duran varlıklar	-		-		-		750.000 C\$		2.000.000 C\$
Gelirler	-		-		-		500.000 C\$ (son 12 ay)		-
Mülkiyet	*Maden yasalarına göre "Nitelikli Bölge" sayılabilecek sahalarda min. %50 işletim hakkına sahip olunması		*Arama: İspatlanmamış sahalarda en az 3 farklı bölgede arama kuyularının bulunması		*Üretim: 500.000 C\$ tutarında geliştirilmiş rezervin ya da 750.000 C\$ tutarında potansiyel rezervin bulunması		-		*Gayrimenkul: Bir gayrimenkul üzerinde min. %50 hakka sahip olunması
İş programı/ Yatırım Planları	*Son 3 yıl içerisinde nitelikli bölgeye yönelik 100.000 C\$ harcama yapılmış olması		*Arama: Min. 1.500.000 C\$ tutarında iş programının bulunması		Şirketin geçmiş faaliyetlerine ilişkin özet bilgiler				*Yatırım: -
	*Min. 200.000 C\$ tutarında bir iş programının başlatılmış olması		*Üretim: Geliştirilmiş rezervlerin 500.000 C\$ altında olması durumunda min. 500.000 C\$'lık iş programının açıklanması						*Gayrimenkul: -
									*Yatırım: Yatırım stratejilerinin açıklanması. En az 2 farklı yatırım yapılmış olması
Birinci Katman									
Kote olacak hisse sayısı	1.000.000		1.000.000		1.000.000		1.000.000		1.000.000
Ortak sayısı	250		250		250		250		250
Halka açıklık oranı	%20		%20		%20		%20		%20
Özsermaye yedekleri	200.000 C\$		200.000 C\$		200.000 C\$		200.000 C\$		200.000 C\$
Maddi duran varlıklar	2.000.000 C\$		-		-		5.000.000 C\$ (gelir ya da maddi duran varlık)		Gayrimenkul: 5.000.000 C\$ Yatırım: 1.000.000 C\$
Mülkiyet	Ön araştırmaların ve ilk maden çıkarma işlemlerinin başlatıldığı, ekonomik fayda sağlama potansiyeline sahip nitelikli bölgelerde işletim hakkına sahip olunması		*Arama: 1.000.000 C\$'ı ispatlanmış sahalarda olmak üzere 3.000.000 C\$'lık rezervin çıkarılabileceği kuyulara sahip olunması		-				*Gayrimenkul: Bir gayrimenkul üzerinde min. %50 hakka sahip olunması
			*Üretim: 2.000.000 C\$'lık geliştirilmiş rezerve sahip olunması						*Yatırım: -
İş programı/ Yatırım Planları	*Min. 500.000 C\$ tutarında bir iş programının başlatılmış olması		*Arama: 500.000 C\$ tutarında bir iş programının başlatılmış olması		Şirketin geçmiş faaliyetlerine ilişkin özet bilgiler				*Gayrimenkul: -
			*Üretim: -						*Yatırım: Yatırım stratejilerinin açıklanması
1\$=1,03C\$ (30/06/2011 itibarıyla)									
Kaynak: TMX									

Kanada’da sermaye piyasasında işlem görecektir madencilik ile enerji ve gaz sektöründeki şirketlerin ilgili yasalara göre “teknik raporları” hazırlayıp yayınlaması istenir. Bu raporlarda çıkarılacak maden, petrol ya da gazın niteliğinden, kazı yapılacak bölgenin yeri, genişliği, jeolojik özelliklerine kadar kapsamlı bilgilerin açıklanması istenir. Ayrıca bu raporlarda şirketlerin ileriki dönemlere ait faaliyet alanlarını ve yatırım planlarını kapsayacak “iş programlarının” açıklanması istenir. İş programında, belirlenen yatırımların zamanlaması, maliyetleri ve nasıl finanse edileceği belirtilir. Tabloda da görüleceği üzere bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için belirli tutarların üzerinde yatırım yapılacak iş programlarının başlatılmış olması istenir.

Sektör ayrımı olmadan tüm şirketlerin TSXV’ye kote olurken sponsor bir kurumla anlaşması gerekir. Sponsorlar başvuru süresince ilgili belgelerin hazırlanmasında yardımcı olur. Bununla birlikte, belgelerin sorumluluğu şirketlere aittir. Ayrıca Borsa gerekirse sponsorlardan kote olacak şirketin (maden, enerji ve gaz sektörlerinde) teknik raporları ile ilgili görüş raporu isteyebilir.

TSX Girişim Borsasındaki kotasyon koşulları ile Toronto Borsasındaki şartlar paralellik göstermektedir. Toronto Borsasında da şirketler farklı katmanlarda işlem görmektedir. Her iki katmanda da kotasyon koşulları şirketlerin bulundukları sektöre göre farklılaşmaktadır. İki katmanda da maddi duran varlıklar ya da faaliyet gelirleri gibi konularda asgari tutarlar belirlenmiştir. TSX Girişim Borsasında aranan koşullar daha düşüktür. Örneğin maden sektöründeki şirketler için minimum maddi duran varlık şartı TSXV’deki 1. katman için 2 milyon C\$ iken, Toronto Borsasındaki 1. katman için 7,5 milyon C\$’na çıkmaktadır. Benzer şekilde minimum ortak sayısı 250’den 300’e çıkmaktadır.

Ana pazar olan TSX’deki şirket sayısı 2010 sonu itibarıyla 3.750 civarındayken TSX Girişim Borsasında işlem gören şirket sayısı 2.376’ya ulaşmıştır. Borsanın piyasa değeri global krizle birlikte 2008 yılında 14 milyar \$’a kadar düşmüş, ardından hızlı bir toparlanma ile kriz öncesi seviyeleri de aşarak 73 milyar \$’a yükselmiştir. TSXV piyasa değerindeki bu değişimi TSX ile karşılaştırıldığında volatilitenin TSXV’de daha fazla olduğu görülmektedir.

Krizle birlikte TSXV’de işlem hacimlerinde de düşüş yaşanmıştır. 2010 yılında 33 milyar \$’lık işlem gerçekleşse de bu tutar kriz öncesi seviyeye gelememiştir. Aynı yıl şirketler bu piyasadan 10 milyar \$’a yakın kaynak yaratmışlardır. Bu dönemki sermaye artırımları yeni halka arzlardan ziyade mevcut şirketlerin bedelli sermaye artırımından kaynaklanmaktadır.

CPC Programı

TSXV’de Capital Pool Company-CPC adlı uygulama da küçük ve orta ölçekli şirketlerin bu piyasada halka açılmasına olanak sağlamaktadır. Risk sermayesi yatırımlarına benzer şekilde işleyen uygulamada bir grup profesyonel yatırımcının finansmanı ile KOBİ’lere yatırım yapılmakta, ardından bu firmalar borsada işlem görmeye başlamaktadır.

Bu uygulamada piyasaya iki aşamada girilmektedir. Başlangıçta bir grup profesyonel yatırımcı, nakit dışı varlığı ya da herhangi bir faaliyet olmayan bir havuz şirketi kurarlar. Gerekli izahnamelerin hazırlanmasının ardından söz konusu havuz şirketi sermaye artırımını yoluyla halka arz edilerek TSXV’ye kote olur. Bu aşamada şirket, havuz şirketi olduğunu belli eden özel bir sembolle işlem görür. Daha sonra bu havuz şirketi, faaliyeti ve büyüme potansiyeli olan ve borsada kote olmayan bir şirketi satın alır. Bu aşamadan sonra havuz şirketi, borsadaki diğer şirketlerle aynı sembolle işlem görmeye devam etmektedir.

TSX Girişim Borsası Piyasa Verileri					
mn. ABD\$	2006	2007	2008	2009	2010
Şirket Sayısı	2,244	2,338	2,443	2,375	2,376
Piyasa Değeri	47,161	58,896	14,099	34,624	72,510
İşlem Hacmi	29,428	42,201	22,204	14,170	33,190
Şirketlere Aktarılan Kaynak	7,117	10,936	5,132	4,458	9,564
TSX Girişim Bileşik Endeksi	2,987	2,894	797	1,521	2,288
Kaynak: WFE					

CPC uygulamasına detaylı şekilde bakıldığında, aşamaların aşağıdaki gibi devam ettiği görülmektedir.

Başlangıçta 3 ila 6 profesyonel yatırımcı 100.000-500.000 C\$ (97.000 \$-483.000 \$) sermaye ile havuz şir-

ketini kurarlar. Havuz şirketinin ilerleyen dönemde faaliyeti olan bir şirketi satın alması gerektiğinden, şirket kurucu ve yöneticilerinin bu işlemi gerçekleştirebilecek yetkinliğe ve tecrübeye sahip olması istenir. Bu kişilerin yetkin olup olmadığına Borsa karar verir. Daha önce halka açık bir şirkette yönetici olarak çalışıyor olması, ilgili sektörlerde teknik tecrübeye sahip olması gibi konular, Borsanın göz önünde bulunduracağı kriterlerdir. Ayrıca şirket kurucularının Kanada veya ABD’de ikamet etmesi gerekir.

Havuz şirketi, aracı kurum ve danışmanlar yardımıyla izahname hazırlayarak halka arz olur. İzahnamede, ne kadar hisse ihraç edileceği, halka arz fiyatı, birlikte çalışılan sponsor aracı kurum ile şirket kurucu ve yöneticilerine ilişkin bilgiler yer alır. Aynı izahnamede havuz şirketinin herhangi bir faaliyetinin ve nakit dışı bir varlığının olmadığına açıkça belirtilir. İlerleyen dönemde faaliyeti olan uygun bir şirket bularak satın alma niyetinde oldukları belirtilir. Satın alma tamamlanana kadar araştırma ve değerlendirmelerin hangi yöntemle yapılacağı, hangi sektör ve bölgelerdeki şirketlere yöneleceği, satın alma sırasında yeni finansman kullanılıp kullanılmayacağı gibi konularda bilgi verilir. Varsa daha önceden başlanmış satın alma pazarlıkları da izahnamede belirtilir.

Bununla birlikte izahnamede, şirket faaliyette olmadığı için temettü gelirlerinin olmadığı yatırımcılara hatırlatılır. Söz konusu halka arzın, şirket kurucu ve yöneticilerine güvenen yatırımcılara uygun olduğu, yatırımcıların bütün yatırımlarını kaybetme risklerinin olduğu belirtilir.

İlk halka arzın 200.000 C\$ ile 4.750.000 C\$ (193.000 \$-4.590.000 \$) arasında sermaye artırımları yoluyla yapılması gerekir. Şirketin hisselerinin minimum 200 kişiye satılması ve bu kişilerin en az 1.000 adet hisseye sahip olması istenir. Halka arzda minimum fiyat 0,1 C\$’dır. Halka arz fiyatının, kurucuların başlangıç hisseleri karşılığı ödedikleri hisse fiyatının iki katından fazla olmaması gerekir. Bir yatırımcı, halka arzda şirketin %2’sinden fazla payını alamamaktadır.

Borsaya başvurusu kabul olan havuz şirketinin hisseleri 2 gün içerisinde TSX Girişim Borsası 2. katmanda işlem görmeye başlar. 90 gün içinde yeterli sayıda yatırımcı toplayamayıp halka arzı tamamlayamayan havuz şirketinin başvurusu iptal edilir.

İlk aşamada havuz şirketinin yapabileceği harcamalar Borsanın düzenlemeleri ile sınırlandırılmıştır. Şirket ancak, hedef şirket bulma konusunda yapılan değerlendirme ve fizibilite çalışmalarının ve finansal durum tespitinin maliyetlerini karşılayabilir. Bunun dışında maaş ödemesi veya yönetim ücreti gibi harcamaların yapılmaması gerekir. Aynı zamanda, CPC şirketinin ilk halka arzın ardından yeni hisse ihraç etmesi yasaktır. Ancak, borsadan yazılı bir izin almak koşuluyla tahsisli satış yapılabilir. Tahsisli satışın ardından sermayenin 5.000.000 C\$’ını (4.832.000 \$) aşmaması istenir.

Kote olduktan sonra en fazla 2 yıl içerisinde, havuz şirketinin gerekli fizibilite ve değerlendirme çalışmalarını yaptıktan sonra, faaliyet gösteren bir hedef şirketi satın alacağını duyurması istenir. Hedef şirketin faa-

TSX Girişim Borsası-Havuz Programı Şirketi Örneği



liyetleri ve finansal durumu, şirket ortakları ve yöneticileri ile bu şirketin nasıl alınacağı (nakit, borçlanma vb.) gibi bilgilerin hazırlanan yeni izahname ile kamuya açıklanması gerekir.

CPC, satın alma işlemini mevcut hissedarların onayına sunar. Eğer satın alınacak hedef şirketin CPC kurucuları ile bir bağı yoksa, mevcut hissedarların onayına gerek yoktur. CPC, satın alma işlemine ilişkin belgeleri bir sponsor kurumla birlikte hazırlayıp 75 gün içerisinde Borsaya bildirmekle yükümlüdür. Sponsor aracı kurum gerekirse görüş raporu hazırlarak Borsaya gönderir.

Borsa, ilgili dokümanları incelemeye alır ve bu süre zarfında CPC'nin işlemleri durdurulur. Satın alma işlemlerinin onaylanması ile yeni şirket, 2 gün içerisinde Borsada 2. katmanda işlem görmeye devam eder. Yeni şirketin sembolü farklılaşarak Borsada işlem gören diğer şirketlerin sembolleri ile uyumlaştırılmaktadır.

CPC, iki yıl içerisinde satın alma işlemini yapamazsa, kottan çıkartılır. Hissedarlara da hisseleri oranında sermaye dağıtımı yapılır.

CPC programını şekildeki örnekle açıklamak yararlı olacaktır.

A, B, C adlı 3 profesyonel yatırımcı 100.000 \$ sermaye ile bir havuz şirketi kurarlar. 1 milyon kurucu hisseyi, verilen sermaye oranında paylaşırlar. Ardından gerekli belgeleri hazırlayıp bir sponsor kurum yardımıyla 200 hissedara 2 milyon yeni hisse, fiyatı 0,2 \$'dan halka arz edilir. Borsanın onayıyla 500.000 \$ sermayeli ve 3 milyon hisseye sahip havuz şirketi, diğer kote şirketlerden farklı bir kodla işlem görmeye başlar.

Yapılan araştırma ve fizibilite çalışmalarının ardından havuz şirketi, faaliyette olan ve borsaya kote olmayan bir hedef şirketle anlaşır.

Hedef şirketin ortaklarının 2 milyon hissesi olsun. Satın alma tamamlanmadan önce diğer yatırımcılara da 4 milyon \$ karşılığında 20 milyon hisse (fiyatı 0,2\$) tahsisli olarak satılır. Böylece, hedef şirket ortakları ile diğer yatırımcının elinde satın alma işle-

minden önce 22 milyon hisse bulunur.

Borsanın onayının ardından yeni oluşacak şirket hisse başına 0,25 \$'dan 10 milyon yeni hisse senedi ihraç ederek halka arz edilir. Sonuç itibarıyla halka arzla birlikte 35 milyon hisseye sahip yeni şirket borsaya kote olur. Bu durumda;

- İlk havuz şirketini kuran profesyonel yatırımcılarda 1 milyon hisse
- Hedef şirketin ortaklarında ve tahsisli satış yapılan diğer yatırımcılarda 22 milyon hisse
- Halka açık 12 milyon hisse olur (1. aşamada halka arz olan 2 milyon hisse ile satın alma sonrası halka arz olan 10 milyon hisse).

Toronto Borsasında bu uygulamaya benzer şekilde işleyen Özel Amaçlı Satın Alma (Special Purpose Acquisition Corporation-SPAC) uygulaması mevcuttur. SPAC da CPC gibi iki aşamada gerçekleşir. SPAC Toronto Borsasında uygulandığı için koşullar daha yüksektir. Örneğin, CPC'de şirketin ilk aşamada halka arzın en az 200.000 C\$ olması istenirken, SPAC'da bu tutar 30 milyon C\$'dır.

CPC uygulaması 1986 yılından itibaren devam etmektedir. 2011/05 dönemine kadar 2.100 CPC şirketi kurulmuştur. Bu şirketlerin %80'i transfer işlemini tamamlamıştır. 2010 yılında 128 şirket bu şirketlerce devralınmıştır. Mayıs 2011 itibarıyla 82 CPC şirketi Borsaya kote iken bu şirketlerden 6'sının işlemleri transfer dolayısıyla durdurulmuştur.

G. Varşova Borsası-NewConnect (Polonya)

2007 yılında Varşova Borsası bünyesinde, büyüme potansiyeli olan şirketlerin işlem görmesi için NewConnect pazarı açılmıştır. Her ne kadar Varşova Borsası³ tarafından organize edilse de, NewConnect pazarı Borsa bünyesinde şeffaf bir ortamda faaliyet gösteren tezgahüstü bir piyasa olarak nitelendirilebilir.

NewConnect pazarına kote olmak için minimum

3. Polonya Borsası ve sermaye piyasası hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Ocak 2008 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz

ödenmiş sermaye, piyasa değeri, halka açıklık oranı gibi şartlar aranmamaktadır. NewConnect, ana pazara kote olacak şirketler için ilk adım olarak düşünülmüş bir pazardır.

Bu pazara kote olmak isteyen şirketler için iki seçenek vardır.

Tahsisli Satış: Tahsisli satışta şirket hisseleri en fazla 99 yatırımcıya satılmaktadır. Şirketlerin kote olması için öncelikle Borsadan onay almış danışman kurumla anlaşması gerekir. Danışman kurumla birlikte, şirketten faaliyet alanlarını gösteren genel bilgilerini ve mali verilerini içeren bir doküman hazırlaması istenir. Bu raporun Varşova Borsası kurallarına uygunluğu danışman kurumun sorumluluğu altındadır.

Ardından şirket Borsaya kote olmak için başvurur. Başvurunun kabul edilmesiyle şirketin hazırladığı rapor Borsanın internet sitesinde yayınlanır ve şirket 5 gün içinde işlem görmeye başlar.

Halka Arz: Halka arzda, ana pazarda kote olacak şirketlere benzer bir prosedür izlenir. Şirket, halka arz edilmeden önce ilgili aracı kurum ve danışmanlarını belirleyip, izahnamesini hazırlar. İzahnamenin düzenleyici otoriteden onay alması gerekir. Halka arz tutarı 2,5 milyon €'nın altında ise izahnameden daha kısa olan şirket bilgilerini otoritenin onayına sunması yeterlidir. Bu belgelerin onaylanmasının ardından şirket, Borsada işlem görmeye başlar.

Danışman kurumlar aracı kurum olabileceği gibi, hukuk firması, denetim firması ya da danışmanlık şirketi olabilir. Mevcut durumda onay almış 85 danışman kurum vardır. Danışman kurumun, şirket kote olduktan sonra en az 1 yıl daha şirkete danışmanlık yapması gerekir. Şirketin kamuya duyurmakla yükümlü olduğu bütün belgeler danışman kurumun sorumluluğundadır. Borsa, danışman kurumun şirkette %25'den fazla pay sahibi olması gibi durumlarda danışmanlık yetkisini iptal eder. Öte yandan, Borsa şirketin gerekli belgeleri doğru ve uygun bir şekilde sunması ya da şirketin organize başka bir piyasada kote olması gibi durumlarda danışman kurum olması zorunluluğunu kaldırabilir.

NewConnect'te piyasa yapıcılığı zorunlu olup, bir

NewConnect Piyasa Verileri					
mn. \$	2007	2008	2009	2010	2011/05
Şirket Sayısı	24	84	107	185	247
Piyasa Değeri	396	584	892	1,739	2,197
İşlem Hacmi	51	171	203	625	352
NCindex	44.2	38.2	49.7	63.4	57.5

Kaynak: NewConnect, WFE

aracı kurum ile anlaşılması gerekir. Kote olduktan sonra en az iki sene boyunca piyasa yapıcısı bulunması gerekir. Piyasa yapıcıları sadece aracı kurumlar olabilir. Danışman kurum piyasa yapıcısı olarak da görev yapabilir. Mevcut durumda Borsaya kayıtlı 32 piyasa yapıcısı vardır.

Şirketler kote olduktan sonra, yarı yıllık ve yıllık finansal raporlarını açıklamak zorundadır. Ana pazarda işlem gören şirketlerin aksine çeyrek dönemlik tablolarını açıklamalarına gerek yoktur. Açıklanacak yarı yıllık raporların da bağımsız denetimden geçmesi zorunluluğu yoktur. Bu pazardaki kotasyon ücretleri, piyasa değerine göre değişirken yıllık 3.000 PLN (1.100 \$) ile sınırlıdır.

Bu pazarda işlemler 9:30-16:30 arası sürekli müzayedeye ya da ihale yöntemiyle yapılır. Sürekli müzayedede piyasa yapıcıları gerekli durumlarda emirleri girerler. İhale yönteminde ise piyasa yapıcıları alım ve satım kotasyonu girer ve işlemler piyasa yapıcısının belirlediği fiyattan yapılır. Şirketler hangi sistemde işlem görmek istediklerini kendileri belirlemektedir.

Faaliyete geçtiği yıldan itibaren NewConnect'e ilgi hızla artmış, 2011 Mayıs sonu itibarıyla işlem gören şirket sayısı 247'ye ulaşmıştır. Benzer şekilde piyasa değeri 2 milyar \$'ı aşmıştır. İşlem hacimlerindeki artış da hızlı olmuş, 2007'de 51 milyon \$ olan toplam hacim, 2011'in ilk 5 ayında 352 milyon \$'a ulaşmıştır.

III. GENEL DEĞERLENDİRME

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler hem dünya hem de Türkiye ekonomisinde önemli yere sahiptir. KOBİ'lerin en önemli ihtiyaçlarının başında finansman gelmektedir. Bu işletmeler gelişmek, rekabet gücünü artırmak ve ekonomik yaşamlarını sürdürmek için kendi kaynaklarının yanında yabancı kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Bunun için hem ülkemizde hem de yurtdışında hükümetler tarafından

teşvik ve destek programları geliştirilmekte, alternatif yöntem ve kurumlar kurulmuştur. Fakat halen, KOBİ'ler arasında yapılan çeşitli anketlerde, finansmanın en önemli sorun olduğu görülmektedir.

Bana kredileri, finansal kiralama, faktöring, devlet tarafından sağlanan krediler ya da hibe şeklinde KOBİ'leri destekleyen fonlar bu işletmeler için öncelikli finansman kaynaklarıdır. Bununla birlikte KOBİ'ler, alternatif fon kaynağı olarak sermaye piyasasından yararlanmışlardır. Örneğin, risk sermayesi yatırım ortaklığı ya da girişim sermayesi şirketleri KOBİ'lere kendi kaynaklarının yanı sıra yabancı kaynak sunmaktadır. Bunların dışında, KOBİ'ler doğrudan halka arz olarak borsalarda işlem görmektedir.

Ana piyasadan farklı bir yapıda işlem gören KOBİ'lere yönelik oluşturulan piyasalarda kotasyon koşulları genellikle daha düşüktür. Ayrıca incelenen uygulamalarda KOBİ'lerin bu piyasadan yaralanmalarını teşvik etmek amacıyla çeşitli maliyet ve vergi avantajlarına rastlanmaktadır.



KOBİ'lerin işlem gördüğü bu piyasaların yurtdışındaki örneklerinde farklılıklara rastlanmaktadır. Bu piyasalar ana borsa bünyesinde ya da ana borsadan bağımsız şirket statüsündeki KOBİ borsaları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte, son yıllarda başarılı KOBİ borsası örneklerinden olan Jasdaq ya da Kosdaq gibi borsalar bile ana borsaların bünyesine geçmiştir. Bu durumda ana borsadan bağımsız bir KOBİ borsası modeli etkinliğini yitirmiştir.

Bu raporda, Dünya Borsalar Federasyonu üyesi olan borsalarda yer alan KOBİ pazarları arasında öne çıkan piyasalar ele alınmıştır. Londra Borsası, Osaka Borsası, Kore Borsası, Şenzhen Borsası, Euronext, Toronto Borsası ve Polonya Borsasındaki pazarlar incelenen piyasalar olmuştur.

Piyasa değeri olarak İngiltere'deki AIM, Japonya'daki Jasdaq, Güney Kore'deki Kosdaq, yakın zamanda açılan Chinext ile Kanada'daki Toronto Girişim Borsası öne çıkmaktadır. İşlem hacimlerinde Çin ve Güney Kore'deki pazarlar dikkat çekmektedir. Kote şirket sayısı bakımından Jasdaq, Kosdaq ya da TSX Girişim Borsası, bulundukları borsanın ana pazarları ile karşılaştırdıklarında da öne çıkmaktadır. Euronext bünyesinde faaliyet gösteren Alternext'te küçük ve orta ölçekli şirketler yerleşik olduğu bölgedeki (Belçika, Hollanda, Fransa veya Portekiz) bölümde işlem görmektedir. Polonya Borsası bünyesindeki NewConnect tezgahüstü bir piyasa niteliğinde olup, faaliyete geçtiği 2007 yılından itibaren bu pazara ilgi artmıştır. Bununla birlikte, çoğu örnekte özellikle kriz dönemlerinde KOBİ pazarlarındaki volatilitenin ana pazara göre daha fazla olduğu dikkat çekmektedir.

İncelenen borsalarda KOBİ'ler için kotasyon koşullarının ana pazardakinden daha düşüktür. Yanı sıra, çoğu uygulamalarda karlılık, sermaye tutarı, piyasa değeri gibi ana pazarlarda aranan şartlar KOBİ pazarlarında bulunmamaktadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinde sağlanan esneklikler genellikle kotasyon koşullarındaki kadar olmamakta, şirketler diğer şirketlerin tabi olduğu gibi finansal tablo ve özel durum açıklamaları yapmak zorundadır.

İncelenen uygulamalarda şirketlere halka arz sırasında ve kotasyon süresince yardımcı olmaları için piyasa danışmanları bulunmaktadır. Çoğu uygulamada, piyasa danışmanları şirketlerin halka arzı için

gerekli belgelerini düzenlemekte ve kote olduktan sonra da işlem gördüğü sürede borsa düzenlemelerine uyum konusunda yardımcı olmaktadır. Yasal belgelerin sorumluluğu bazı ülkelere sadece şirketlere yüklenirken, bazı ülkelerde şirket ve piyasa yapıcısına yüklenmektedir. Ayrıca, piyasa likiditesini artırmak üzere piyasa yapıcılığı sistemi yaygın olarak kullanılmaktadır.

KAYNAKÇA

Efsun Değertekin, Çin Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Şubat 2009

Zeynep Emre, Alparslan Budak, Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları, TSPAKB, 2006

Gökben Altaş, Japonya Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Haziran 2011

Özcan Çikot, Polonya Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Ocak 2008

Small is Beautiful; Shenzhen Stock Exchange, Dünya Borsalar Federasyonu, 2009

Kore Borsası: www.krx.co.kr

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı: www.kosgeb.gov.tr

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: www.imkb.gov.tr

Londra Borsası: www.londonstockexchange.com

NewConnect: www.newconnect.pl

NYSE Euronext: www.euronext.com

Osaka Borsası: www.ose.or.jp

Şenzhen Borsası: www.szse.cn

TMX Group: www.tmx.com

Varşova Borsası: www.wse.com.pl



Özcan Çikot
ocikot@tspakb.org.tr

DÜNYADA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Sermaye piyasalarında her geçen gün yeni bir yatırım aracı işlem görmeye başlıyor. Her ne kadar bunlar günümüz teknolojisi ile artık elektronik ortamda takip edilebilir olsa da, daha önceden taşınabilir bir formda oldukları için bu yatırım araçlarının geneline menkul kıymet deniliyor.

Diğer taraftan; ev, arsa, bina, vb. taşınabilir olmayan yatırım araçları da söz konusu. Belki en eski yatırım araçlarından birisi olarak değerlendirilebilecek olan bu ürünlerin geneline gayrimenkul (taşınmaz) denilmektedir. Gayrimenkullere yatırım yapan kişilerin beklentisi, ya kendi ihtiyaçlarını karşılamak, ya da kira geliri veya alım-satımlarından kâr elde etmektir. Ancak günümüzde gayrimenkuller de menkulleştirilerek, diğer ürünler gibi sermaye piyasalarında işlem gören birer enstrüman halini almıştır. Bu ayki araştırma konumuzda bir tür menkul kıymet olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarını (GYO) inceliyoruz.

Özellikle büyük projelerin finansmanında ihtiyaç duyulan kaynağın sermaye piyasalarından sağlanması amacıyla kurulan GYO'lar, yatırımcılarına portföyünde bulunan gayrimenkullerin kira geliri ve değer artış kazançlarından pay vermekte, devletin sağladığı vergi avantajlarından yararlanmaktadır. Raporda öncelikle GYO kavramından bahsedilecek, ardından Türkiye ve bazı seçilmiş ülke uygulamaları karşılaştırılacaktır.

I. KAVRAM

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO); sahibi, işletmecisi, proje geliştiricisi veya idarecisi olduğu gayrimenkullerden kira geliri ya da değer artışı yoluyla gelir elde etmeyi amaçlayan, gayrimenkul yatırımları yapan şirketler olarak tanımlanmaktadır. GYO'ların payları borsalarda işlem görebilmektedir. GYO'lar portföylerinde bulunan gayrimenkullerden elde ettikleri kârı temettü olarak dağıtarak gelirlerini

ortaklarına aktarmaktadır. Sonuç olarak bir GYO hissedarı, dolaylı olarak gayrimenkullere yatırım yapmakta, bunların gelirlerinden faydalanmaktadır.

A. GYO'ların Gelişimi

14 Eylül 1960'da ABD Kongresi, GYO'lar ile ilgili ilk yasayı onaylamıştır. Bu yasa tüm yatırımcılara geniş ve çeşitli bir gayrimenkul portföyüne yatırım yapma imkanı sağlamıştır. 1960 ve 1961 yılları arasında ise ilk GYO'lar (Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate, Pennsylvania REIT ve Washington REIT) kurulmaya başlamıştır. Haziran 1965'te ise Continental Mortgage Investors NYSE'de işlem görmeye başlayarak borsaya kote olan ilk GYO olmuştur.

GYO'lar Avrupa'da ilk defa 1969 yılında Hollanda'da çıkartılan kanun ile düzenlenmiştir. Ardından 1971 yılında Avustralya'da, 1993'te ise Kanada'da GYO'lar uygulama alanı bulmuştur. 2001 yılında Japon GYO'ları ile Asya'da da bu ürünler yaygınlaşmaya başlamıştır.

B. GYO'ların Avantajları

GYO'lar hem yatırımcılar, hem de gayrimenkul sektörü için çeşitli avantajlar sağlamaktadır.

- Gayrimenkul piyasası likit bir yapıya sahip değildir. Gayrimenkullere yatırım yapan GYO'lar, bu piyasaya likidite sağlamaktadır.
- Kamu otoritelerince konut ve gayrimenkul inşasının kamusal bir olgu olarak görmesi sonucunda GYO'lara sağlanan vergi teşvikleri, sektöre önemli katkılar sağlamaktadır.
- İş ve alışveriş merkezi gibi büyük boyutlu projelerde şirketler genellikle öz kaynaklarından faydalanmak istese de, çoğu zaman bu kaynaklar yetersiz veya maliyetli olabilmektedir. Bu durumda GYO'lar

şirketlere alternatif bir finansman imkanı sunmaktadır.

- Kayıt dışı faaliyetlerin olabildiği gayrimenkul sektöründe, GYO'lar aracılığıyla bu gayrimenkullerin gerçek değerleri ile kayıt altına alınabilmesi sağlanabilmekte, şeffaflık yaygınlaşmaktadır.
- Yatırımcılar GYO hisselerini borsada oluşan fiyat değişimlerine bağlı olarak alıp satabilmenin yanında, temettü gibi gelirlerden de faydalanabilmektedir.
- GYO portföyünün uzmanlar tarafından yönetiliyor olması, yatırımcının kendi başına yatırım yapmasından daha etkili sonuçlar elde etmesini sağlayabilmektedir.
- Tek başlarına büyük emlak projelerine yatırım yapamayacak olan küçük yatırımcılar için GYO'lar, bu projelere ulaşmada bir araç olmaktadır.
- Doğrudan gayrimenkule yatırım yapmayı tercih etmeyen ya da yasal mevzuat gereği yatırım yapamayan yabancı yatırımcılar, GYO'lar aracılığıyla bu sektöre ulaşabilmektedir.

II. TÜRKİYE'DE GYO'LAR

Türkiye'de GYO'ların ilk adımı 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili düzenlemeyi çıkarmasıyla atılmıştır. Sermaye Piyasası Kanununa göre GYO'lar; gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, yerli ve yabancı gayrimenkul projelerine yatırım yapabilen, ölçütleri ilgili tebliğde belirlendiği üzere sermaye piyasası araçlarının alım-satımı, repo-ters repo, forward, opsiyon vb. işlemleri yapabilen sermaye piyasası kurumlarıdır. Türk Ticaret Kanununa göre GYO'lar, yeni bir anonim şirket olarak kurulabilecekleri gibi, SPK düzenlemelerine uygun şekilde GYO kuruluş şartlarını yerine getirmeleri şartıyla mevcut faaliyetlerinden vazgeçerek GYO'ya dönüşebilmektedir.

GYO'lar sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği yapabilmektedir. Bu sebeple aktiflerinde makine ve ekipman bulunduramaz, inşaat işlerini kendileri üstlenemez, proje yürütemezler. Ancak inşaat işlemlerini başka firmaların yürüttüğü projelere finansman sağlayabilmektedir. Diğer

tarafından hiçbir şekilde otel, hastane, ticari site, depo, alışveriş merkezi gibi gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve personel istihdam edemezler. GYO'lar hiçbir şekilde yatırım amacıyla paylarını satın aldıkları şirketlerde hakim olma amacı güdemezler. Ayrıca herhangi bir şekilde devredilmesi sınırlamaya tabi olan varlık ve haklara yatırım yapamaz, sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım-satımı da yapamazlar.

SPK, GYO'ların portföylerine ilişkin de bazı sınırlamalar getirmiştir. GYO'lar, şirket portföyünün en az %50'sini gayrimenkul ya da gayrimenkul projelerinde değerlendirmek zorundadır. Diğer taraftan, sermaye piyasası araçlarına en fazla portföyünün %50'si kadar yatırım yapabilirken, yabancı gayrimenkullere en fazla %49 oranında yatırım yapabilmektedir.

Türkiye'de kurulu GYO'lar için vergi konusunda teşvikler sağlanmıştır. GYO'lar kurumlar vergisi mükellefidir. Ancak şirketler, sermaye piyasası mevzuatı gereğince GYO statülerini korudukları sürece kurumlar vergisinden istisnadır. Tam mükellef kurumlar ile Türkiye'de bulunan daimi bir aracısı ile kâr payı elde eden dar mükellef kurumların GYO'lardan elde ettikleri temettüler gelir vergisi stopajından muaftır.

Türkiye'de GYO'lar borsaya kote olmak zorundadır. GYO şirketlerinin borsada işlem görmelerini zorunlu kılan düzenlemede 2009 sonunda değişikliğe gidilmiştir. Buna göre asgari halka açıklık oranı %49'dan %25'e indirilirken, halka açılma başvurusu için tanınan süre 1-5 yıldan üç aya indirilmiştir. Şirket bu süre içinde Kurula başvuramaz ya da Kurul tarafından yeterli görülmez ise, bu şirketlerin GYO olarak faaliyet gösterebilme hakları ortadan kalkar. Bu sefer şirket, en geç üç ay içinde esas sözleşmesini GYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmeli ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurula başvurmalıdır. Şirket bunu da yerine getirmez ise Türk Ticaret Kanunu gereği fesh edilir.

Ağustos 2011 itibariyle İMKB'de işlem gören GYO sayısı 23'tür. Tabloda, statülerini değiştirerek GYO olan şirketlerin kotasyon tarihleri, eski statüdeki şirketlerinin kotasyon tarihleridir. Düzenleme değişikliğinin etkisiyle 8 şirket 2010 ve 2011 yılında

İMKB'ye kote olmuştur. Son iki yıldır GYO'ların İMKB'ye kotasyonu konusunda yaşanan bu hareketliliğin 2011 ve ilerleyen yıllarda da devam etmesi beklenmektedir. Halihazırda Halk GYO kotasyon için İMKB'ye başvurmuş durumdayken; Büyükhanlı, Özak, Tuna ve Servet GYO şirketleri ise kuruluş izni almıştır.

GYO şirketleri kuruluş amaçları ve düzenlemeler gereği portföylerinin ağırlıklı kısmını gayrimenkulde değerlendirmektedir. Onun dışında bazı GYO şirketlerinin portföylerinde çeşitli iştirakleri bulunurken, birçoğu para ve sermaye piyasası enstrümanlarını portföyünde tutmaktadır. 2011/06 itibarıyla sektörün toplam portföy değeri 19 milyar TL, net aktif değeri ise 16 milyar TL'dir. Net aktif değeri portföydeki gayrimenkullerin değerine şirket varlık ve alacaklarının eklenmesi, borçlarının ise düşülmesi ile elde edilmektedir. Bu şirketlerin toplam

piyasa değeri 14 milyar TL iken, İMKB'nin toplam piyasa değerinin yaklaşık %3'ünü oluşturmaktadır. GYO sektörünün İMKB içinde payının artmasında 2010 yılında halka arzı yapılan Emlak ve Torunlar GYO şirketlerinin yüksek piyasa değerleri etkili olmuştur.

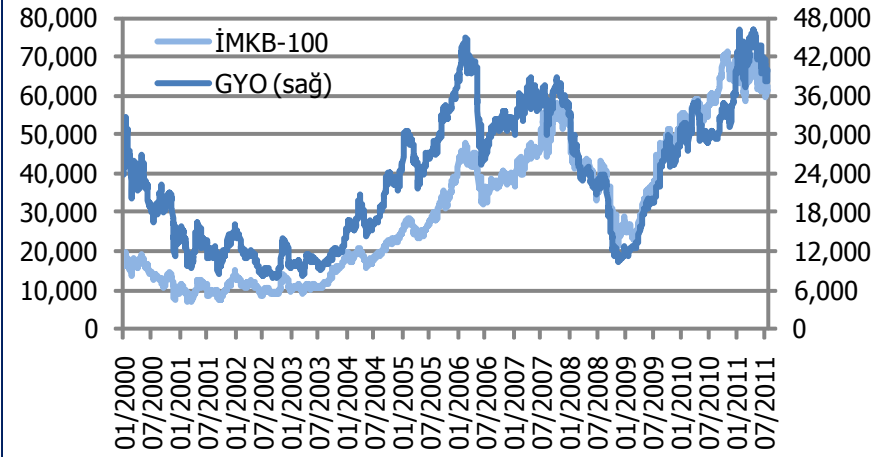
İskonto/prim oranı, net varlık değeri ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi açıklayan bir göstergedir. Bazı şirketlerin net aktif değeri, piyasada oluşan değerinin altında kalmaktadır. Bu durum, şirketin varlıklarının aslında piyasa tarafından, tespit edilen net varlık değerinden daha fazla değerli görüldüğüne ve primli olduğuna işaret etmektedir. Tam tersi durumda ise; şirketin tespit edilen net varlık değerlerinin piyasa tarafından daha az değerli, iskontolu görüldüğüne işaret etmektedir. GYO sektörünün 2011/06 sonu rakamlarına bakıldığında iskonto oranının %10 olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, sektör

İMKB'de İşlem Gören GYO Şirketleri (Mn. TL, 2011/06)

							Portföy Dağılımı		
Sıra	Kotasyon Yılı	Şirket	Portföy Değeri	Net Varlık Değeri	Piyasa Değeri	İskonto/ Prim Oranı	Gayrimenkul	İştirak	Para-Sermaye Piyasası
1	1992	Özderici	96	101	113	12%	82%	0%	18%
2	1992	Pera	201	168	90	-46%	94%	2%	4%
3	1996	Alarko	273	273	197	-28%	59%	0%	41%
4	1996	Avrasya	78	80	24	-70%	98%	0%	2%
5	1996	Vakıf	185	135	64	-53%	91%	0%	9%
6	1997	Doğuş	175	181	169	-7%	89%	0%	11%
7	1998	EGS	41	20	17	-14%	100%	0%	0%
8	1998	YK Koray	111	87	92	5%	53%	47%	0%
9	1999	İş	1,505	1,405	594	-58%	94%	0%	6%
10	1999	Nurol	113	57	75	32%	83%	0%	17%
11	1999	Yeşil	517	184	308	68%	100%	0%	0%
12	2002	Atakule	210	212	114	-46%	61%	0%	39%
13	2005	Akmerkez	810	806	1,031	28%	100%	0%	0%
14	2007	Sağlam	105	76	50	-34%	68%	4%	28%
15	2007	Sinpaş	1,719	1,355	910	-33%	91%	7%	2%
16	2010	İdealist	12	12	71	496%	95%	0%	5%
17	2010	TSKB	310	210	123	-42%	94%	0%	6%
18	2010	Martı	200	222	117	-47%	100%	0%	0%
19	2010	Reysaş	299	334	199	-40%	98%	1%	1%
20	2010	Torunlar	3,386	2,527	1,407	-44%	70%	11%	19%
21	2010	Emlak Konut	6,829	5,674	7,575	33%	88%	0%	12%
22	2011	Kiler	1,089	934	453	-52%	94%	0%	6%
23	2011	Akfen	860	739	368	-50%	50%	44%	6%
Toplam			19,124	15,791	14,161	-10%			

Kaynak: GYO internet siteleri, GYODER

İMKB-100 ve GYO Endeksi



Kaynak: İMKB

ABD'ye aittir. ABD'deki 173 GYO'nun piyasa değeri 207 milyar £ iken ABD, dünya genelinde %53 paya sahiptir. ABD'yi sırasıyla Avustralya, Fransa, Japonya ve İngiltere takip etmektedir. Türkiye'deki 15 GYO'nun piyasa değeri dünya toplamının %1'inin altındadır. Ancak daha önceden de bahsedildiği üzere Türkiye'de GYO'ların halka arzının kolaylaştırılmasına yönelik yapılan çalışmaların ardından, Türkiye'de GYO'ların toplam piyasa değeri 2011/06 itibariyle tabloda görünen değerlerin yaklaşık dört katına çıkmıştır. Tekrar tabloya dönülecek olursa, ilgili dönem itibariyle 483 GYO şirketinin toplam piyasa değeri

portföyündeki 16 milyar TL'lik net varlık değeri, borsada bu tutardan %10 kadar daha düşük bir fiyattan değerlendirilmiştir.

390 milyar £'dur.

A. ABD

İMKB-100 ve İMKB GYO (XGMYO) endeksleri grafikte karşılaştırılmaktadır. GYO endeksi kapsamında, gözaltı pazarındaki EGS GYO hariç tablodaki tüm GYO şirketleri yer alırken, bunların dört tanesi İMKB-100 endeksinde de yer almaktadır. Endeksler incelendiğinde, her ikisinin de paralel hareket ettiği görülmektedir. 2009 yılında GYO endeksi, küresel krizin etkisiyle 2003 yılı seviyelerine kadar gerilemiştir. Devamında gelen toparlanma süreci ile her iki endeks de yükselişe geçmiştir.

GYO uygulamaları 1960 yılında çıkarılan yasa ile ilk defa ABD'de başlamıştır. Temmuz 2010 itibariyle ABD'de bulunan 173 GYO şirketinin toplam piyasa değeri 207 milyar £ iken, bu şirketler global piyasa değerinin %53'ünü oluşturmaktadır.

ABD'de GYO'ların bir veya daha fazla yönetici tarafından yönetilmesi ve bu GYO'ların hisselerinin devredilebilir nitelikte olması gerekmektedir. GYO'lar için minimum bir sermaye tutarı bulunmamaktadır. GYO'ların en az 100 ortağa ulaşması gerekmektedir. Bununla beraber, beş ve daha az sayıda ortak, şirketin %50'sinden fazlasına sahip olmamalıdır. GYO'nun payları; adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi gibi farklı sınıflarda çıkartılabilmektedir. Diğer taraftan GYO'lar için bir borsaya kote olma şartı aranmamakta, özel bir şirket olarak işleyebilmektedir.

GYO'ların portföylerinin en az %75'ini gayrimenkul (mortgage dahil), kamuya ait menkul kıymetler ve nakit (para piyasası fonları dahil) varlıklarda değerlendirmeleri gerekmektedir. GYO'lar ABD dışındaki gayrimenkullere de yatırım yapabilmektedir. Gelirlerinin ise en az %75'inin gayrimenkul kira gelirleri ya da mortgage faizlerinden elde edilmesi gerekmektedir. Bununla beraber, gelirlerinin en

III. DÜNYADA GYO UYGULAMALARI

Brüksel'de kurulu ve kâr amacı gütmeyen bir organizasyon olan Avrupa Halka Açık GYO Birliği, Avrupalı GYO'ların katılımıyla oluşturulmuş ortak bir platformdur. EPRA; raporlama standartları, etik kurallar ve sektör uygulamaları gibi konularda politikalar geliştirmektedir. Ayrıca, sektöre yönelik çalışmalar ve araştırmalar da yapan EPRA, dünya genelinde GYO sektörünün büyüklüğüne ilişkin tahminler açıklamaktadır.

EPRA'nın Temmuz 2010 verilerine dayanarak yaptığı çalışmaya göre GYO sektöründe en büyük pay

Ülkeler Bazında GYO Şirket Sayıları ve Piyasa Değerleri (2010/07)

Ülke	Şirket Sayısı	Piyasa Değeri (Myr. £)	Global Piyasadaki Pay
ABD	173	207	53,1
Avustralya	60	44	11,2
Fransa	44	38	9,6
Japonya	36	21	5,4
İngiltere	19	21	5,4
Kanada	35	17	4,3
Singapur	21	15	3,7
Hollanda	7	7	1,8
Hong Kong	7	7	1,7
Belçika	14	4	1,0
Güney Afrika	5	3	0,7
Malezya	14	2	0,5
Yeni Zelanda	8	2	0,4
Türkiye	15	1	0,3
Tayvan	8	1	0,3
Almanya	2	0	0,1
Yunanistan	2	0	0,1
İtalya	1	0	0,1
Güney Kore	6	0	0,1
Tayland	6	0	0,1
Toplam	483	390	100

Kaynak: EPRA

az %95'i ise gayrimenkul ile temettü ve faiz gibi gelirlerden oluşmalıdır. Bu faaliyetleri dışında elde ettiği gelirler %5'i geçemez. Ayrıca çeyrek dönemler sonunda GYO varlıklarının %25'inden fazlası, vergiye tabi bir iştirakine ait olamaz.

ABD'de GYO'lar, kendi portföyleri için gayrimenkul sahibi olabilmekte, işletebilmekte, yönetebilmekte ve projelerini geliştirebilmektedir. Eğer üçüncü taraflar için gayrimenkul projesi geliştirirse, elde edilen gelir %5'lik faaliyet dışı gelir kapsamında değerlendirilir. Ancak GYO'lar gayrimenkul proje geliştirme ya da alım-satım işlerini, vergiye tabi iştirakleri aracılığıyla yapabilmektedir.

ABD'de GYO'ların yıllık olarak vergilendirilebilir gelirlerinin en az %90'ını temettü olarak dağıtması gerekmektedir. Şirketler temettülerini ilgili yıl içinde dağıtmalıdır. Ancak yıl sonuna ilişkin bir temettü ödemesi bir sonraki yılın Ocak ayında yapılabilir. Diğer taraftan şirket, gelirlerinin en az %85'ini gelirlerinin elde edildiği yıl içinde dağıtamaz ise %4 gider vergisi ödemek zorundadır. ABD'de değer artış

kazançlarının dağıtılması zorunlu değildir, ancak bu gelir kurumlar vergisine tabidir.

ABD'li GYO'ların dağıttığı temettü tutarları vergilendirilebilir gelirden düşülmektedir. Kalan gelir ise kurumlar vergisine tabidir. Değer artışları doğrudan kurumlar vergisine tabidir. GYO iştiraklerine bir muafiyet yoktur, kurumlar vergisine tabidir. ABD'li GYO'lar, yabancı kaynaklı gelirleri için ödedikleri stopajlardan dolayı bir iade almazlar.

B. KANADA

Kanada'da GYO faaliyetleri 1994 yılında yasalaşmıştır. Temmuz 2010 itibarıyla ülkedeki 35 GYO şirketinin piyasa değeri 17 milyar £ iken, global bazda %4,3 paya sahiptir. Kanada'da GYO'lar yatırım ortaklığı olarak kurulurken, minimum başlangıç sermaye gereksinimi yoktur. Kanada kanunları gereği GYO'ların en az 150 ortağı olmalıdır. Her bir ortak, birim pay değeri 2.500 C\$'nın altında olmayan en az bir paya sahip olmalıdır.

GYO'lar Kanada'da bir borsada halka açılmalıdır.

Bir şirketin GYO olabilmesi için aşağıdaki koşulları taşıması gerekmektedir.

- Portföyünün en az %80'i hisse senedi, nakit, tahvil, mortgage, Kanada'da bulunan gayrimenkul, petrol ve doğalgaz gibi üretim tesislerinde patent, pay veya kira geliri gibi varlıklardan oluşmalı,
- Gelirlerinin en az %95'ini bir önceki maddede belirtilen yatırımlardan elde ediyor olmalı,
- Yatırımlarında bir kurum ya da kamuya ait hisse senedi ya da borçlanma aracının payı %10'u geçmemelidir.

GYO'lar gayrimenkullere yatırım yapabilirken; gayrimenkullerin alınması, elde tutulması, bakımı, geliştirilmesi, kiralanması ve idaresini de yapabilmektedir. Diğer taraftan GYO'lar, emlak alım-satımı ve doğrudan bakımevi ve otel işletmeciliği yapamamaktadır. Bu durumda GYO'lar iştirakleri aracılığıyla bu işleri yapabilecekleri gibi, sahip

oldukları binaları bu amaçla kiraya vererek de gelir elde edebilmektedir.

Kanada'da bir GYO'nun tüm gelir ve değer artış kazançlarını dağıtması zorunluluğu yoktur. GYO'lar dağıtacakları temettüleri vergi matrahından düşebilmektedir. Değer artış kazançlarının yarısı yatırımcılara dağıtılmadıkça vergiye tabi iken, diğer yarısı dağıtılsın ya da dağıtılmasın gelir vergisinden muaftır.

C. AVUSTRALYA

Avustralya'da GYO'lar ile ilgili ilk düzenleme 1985 yılında hazırlanmıştır. Temmuz 2010 itibariyle ülkedeki 60 GYO'nun toplam piyasa değeri 43,7 milyar £ iken, global boyutta %11 paya sahiptir. Avustralya'da GYO'lar yatırım ortaklığı olarak kurulmakta ancak borsalara kote olmak zorunda değildir. GYO'ların halka açık sayılabilmeleri için borsaya kote, en az 50 yatırımcısı olan veya en az %20'si emeklilik fonlarına ait olan bir yapıya sahip olmaları gerekmektedir. GYO'lar için minimum başlangıç sermayesi ve yatırımcı sayısı konusunda bir sınırlama bulunmamaktadır.

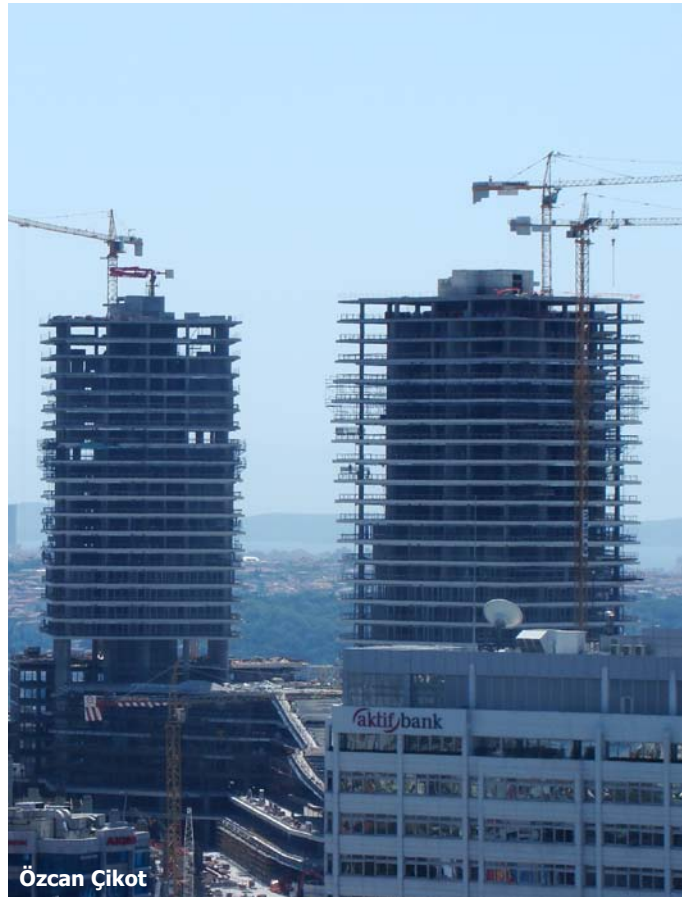
Halka açık olan GYO'lar; kira geliri elde etmek amacıyla arazi ve arazi üzerinde bulunan taşınır ve taşınmazlara yatırımları yapmak, yatırım veya alım-satım amaçlı olarak yatırım fonu, hisse senedi, borçlanma aracı ve türev ürünlere yatırım yapabilmektedir. Diğer taraftan bir GYO sadece tek bir gayrimenkule de yatırım yapabilmektedir. Avustralya'da elde edilen gelirin ne kadarının dağıtılacağı konusunda minimum bir değer yoktur ama genellikle ana sözleşmede belirterek tamamı dağıtılmaktadır.

GYO'ların değer artış kazançları da dahil, yatırımcılara dağıttıkları gelirleri vergiden muaftır. Yatırımcıya dağıtılmayan kısmı ise vergiye tabidir. Ayrıca değer artışını içeren vergilendirilebilir kazançta %50'lik muafiyet söz konusudur. Diğer taraftan Avustralyalı GYO'lar ülke içinde elde ettikleri gelirler üzerinden stopaja da tabi değildirler. GYO'nun yabancı kaynaklı gelirlerinden ödenen stopajlar ise yatırımcılara dağıtılan yabancı gelirlerden düşülmektedir.

D. İNGİLTERE

İngiltere'de GYO'lara ilişkin düzenleme 2007 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten önce ise emlak şirketleri borsalarda işlem görebilmekteydi. Ancak vergisel açıdan bu şirketlerin GYO'lara göre bir dezavantajı vardı. Şirket, gelirleri üzerinden kurumlar vergisi öderken, yatırımcılarda temettüleri üzerinden gelir vergisi ödemekte idi. Temmuz 2010 itibariyle ülkede işlem gören 19 GYO'nun piyasa değeri 21 milyar £ iken global bazda %5,4 paya sahiptir.

İngiltere'de GYO olarak faaliyet gösterebilmek için GYO'nun sahibi olan şirketin yatırım ortaklığı olarak, İngiliz otoriteler tarafından tanınmış borsaların birinde kote olması gerekmektedir. Şirketin İngiltere ya da İngiltere dışında kurulmasının bir önemi yoktur. GYO'nun yönetimi yurtiçinde ya da yurtdışında yapılabilir. GYO'larda, hisse senetleri için geçerli kotasyon şartları aranmaktadır. GYO'lar imtiyazlı hisse senedi çıkaramaz ama oydan yoksun hisse



Özcan Çikot

senedi çıkarabilmektedir. GYO'lar, İngiltere'deki borsalarda işlem görecektir ise minimum 50,000 £ başlangıç sermayesine sahip olmalıdır.

Bir GYO, beş ya da daha az sayıda ortak tarafından kontrol edilemez. En az %35'i halka açılmış olan şirketler halka açık kabul edilmektedir.

Vergi mükellefi bir kurumsal ortak %10'dan fazla pay ve oy hakkına sahip olamaz. Bu durumdaki ortaklara temettü ödenmesi durumunda vergi cezası söz konusudur. Bu durumun önüne geçmek için GYO şirketleri, ana sözleşmelerinde bu durumdaki ortaklara temettü ödenmemesi ve %10 oy veya pay hakkına yaklaşan yatırımcıların pay satışı yapmaları yönünde madde koymaktadır. Ayrıca bu konuda yabancı yatırımcılar için bir sınırlama getirilmemektedir.

GYO'ların Kraliyet Vergi İdaresi tarafından tanınan bir borsada işlem görmesi gerekmektedir. Londra Borsası (LSE) bu kapsamda iken, LSE'nin AIM piyasası bu anlamda organize bir borsa olarak tanınmamaktadır.

İngiltere'de sadece kira geliri ve gayrimenkul satışı üzerinden elde edilen gelirler vergiden muaftır. GYO'ların net kârlarının en az %75'i gayrimenkul kiralama faaliyetlerinden elde edilmeli ve GYO'nun varlıklarının en az %75'i gayrimenkul kiralama faaliyetlerinde kullanılmalıdır. Bir GYO, en az üç farklı gayrimenkule sahip olmalı ve bu gayrimenkullerin hiç birinin değeri toplam portföyün %40'ını geçmemelidir. Yatırım yapılan varlıklar dünyanın herhangi bir yerinde, konaklama ya da ticari amaçla kullanılan gayrimenkuller olabilir. GYO, kira faaliyetlerinden elde ettiği gelirin %90'ını ilgili mali yılı takip eden 12 ay içinde dağıtmalıdır. Diğer taraftan, değer kazancından kaynaklanan gelirler dağıtılmak zorunda değildir.

Kira gelirleri ve değer artış kazançları İngiltere'de kurumlar vergisine tabi değildir. Geri kalan gelirler ise raporun hazırlandığı dönemdeki %28'lik kurumlar vergisine tabidir. Ayrıca GYO tarafından geliştirilen gayrimenkullerin üç yıl içinde satılması durumunda bunlar vergiye tabi olmaktadır. Herhangi bir gayrimenkulün geliştirme maliyeti, planlanan satış değerinin %30'unu geçerse bu

gayrimenkul "geliştirilmiş gayrimenkul" olarak değerlendirilmektedir. Amacı dışında kullanılan gayrimenkullerin satışı da vergiye tabidir. İngiltere'de gayrimenkul değer artış kazançları ve kira gelirleri dışındaki gelirler %20 stopaja tabidir. Ancak tam mükellef İngiliz kurumlar, emeklilik fonu ve hayır dernekleri bu stopaj kesintisinden muaftır.

E. SEÇİLMİŞ ÜLKELERİN KARŞILAŞTIRMASI

Karşılaştırılan ülkelere bakıldığında, birbirinden farklı uygulamalar görülmektedir.

Türkiye'de GYO'lar anonim şirket statüsünde kurulurken, ABD'de bu konuda bir sınırlama yoktur, diğer ülkelerde ise yatırım ortaklığı şeklinde kurulmaktadır.

Birçok ülkede GYO'lar için başlangıç sermayesi aranmaz iken, İngiltere'de bir borsaya kote olmanın gereği, Türkiye'de ise SPK'nın düzenlemesi gereği bir başlangıç sermayesi gerekmektedir.

Ortaklık konusunda Türkiye'de özellikle kuruculara ilişkin bazı şartlar aranırken; ABD, Kanada ve İngiltere'de ortak sayısı konusunda kriterler söz konusudur. Avustralya ise ortaklık konusunda bir sınırlama getirmemektedir.

ABD ve Avustralya'da GYO'ların borsalara kote olması zorunlu değil iken, diğer ülkelerde böyle bir şart vardır.

Ülke düzenlemeleri GYO'ların yatırımları için de bazı sınırlamalar getirmiştir. Bu sınırlamalar arasında yatırım amacının gayrimenkul kira geliri ve değer artış kazancı elde etmek olması, portföylerinin asgari bir kısmının gayrimenkule ayrılması gibi konular bulunmaktadır.

Yatırımcılara dağıtılacak temettülere ilişkin de farklılıklar vardır. Türkiye'de dağıtılabilecek temettü oranı %20'den az olamaz iken, ABD ve İngiltere'de bu oran %90'dır. Avustralya ve Kanada'da ise bu gelirlerin dağıtılması konusunda bir sınırlama yoktur.

GYO'lar önemli vergi avantajlarından yararlanmaktadır. İncelenen her ülkede GYO'lara

Seçilmiş Ülkelerde GYO Uygulamaları

	Türkiye	ABD	Avustralya	Kanada	İngiltere
Yasalaşma	1995	1960	1985	1994	2007
Yasal Statüsü	Anonim Şirket	Herhangi yasal bir statüde kurulabilmektedir.	Yatırım Ortaklığı	Yatırım Ortaklığı	Yatırım Ortaklığı
Başlangıç Sermayesi	En az 20 milyon TL	Alt sınır yok	Alt sınır yok	Alt sınır yok	50,000 £
Ortaklık	-GYO'lar kuruluşlarını takip eden üç ay içinde SPK'ya, şirketin asgari %25'ini halka açmak için başvurmalıdır.	- Minimum 100 ortak olmalıdır. -Beş veya daha az sayıda ortak şirketin %50'sinden fazlasına sahip olmamalıdır.	-Sınır yoktur.	-En az 150 ortak olmalıdır.	-Beş ya da daha az sayıda ortak tarafından kontrol edilemez. -Kurumsal ortaklar %10'dan fazla pay/oy hakkına sahip olamaz.
Kotasyon Zorunluluğu	Var	Yok	Yok	Var	Var
Yatırım Sınırlamaları	-Gayrimenkullere ve projelere portföylerinin en az %50'si kadar yatırım yapmalıdır. -Sermaye piyasası araçlarına portföylerinin en fazla %50'si kadar yatırım yapılabilirler. -Yabancı gayrimenkullere portföylerinin en fazla %49'u kadar yatırım yapılabilirler. -Gayrimenkullerin inşaat işini yüklenemezler. -Otel, hastane vb. yerleri işletemezler. -Kendi portföyü dışındaki projelere mali fizibilite, proje kontrol, proje geliştirme hizmeti veremezler.	-Portföylerin en az %75'i gayrimenkul (mortgage dahil), kamuya ait menkul kıymetler ve nakit (para piyasası fonları dahil) varlıklarda değerlendirilmelidir. -Gelirlerin en az %75'i gayrimenkul kira gelirleri ya da mortgage faizlerinden elde edilmelidir. -Gelirlerin en az %95'i gayrimenkul ile temettü ve faiz gibi gelirlerden oluşmalıdır. Faaliyet dışı gelirlerin payı %5'i geçemez. -Çeyrek dönemler sonunda varlıklarının %25'inden fazlası bir GYO iştirakine ait olamaz.	-Kira geliri amaçlı arazi, taşınır ve taşınmazlar ile yatırım veya alım-satım amaçlı olarak finansal enstrümanlara yatırım yapılabilir.	-Gayrimenkullere yatırım yapmanın yanında, bakımı, geliştirilmesi, kiralınması ve idaresi de yapılabilir. -Emlak alım-satımı, doğrudan bakımevi ve otel işletmeciliği yapmamaktadır.	-Varlıklarının en az %75'i gayrimenkul kiralama faaliyetlerinde kullanılmalıdır. - En az üç farklı gayrimenkul portföyde bulunmalıdır. -Bir gayrimenkul toplam portföyün %40'ını geçemez.
Gelir Paylaşımı	-Dağıtılacak temettü tutarı, dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz. -Dağıtılabilir kâr tutarının hesaplanmasında değer artışları dikkate alınmaz.	-Vergilendirilebilir kârın en az %90'ı temettü olarak dağıtılmalıdır. -Değer artış kazançlarının dağıtılması zorunlu değildir.	-Genellikle gelirin %100'ü dağıtılmaktadır.	-Kazançları dağıtma zorunluluğu yoktur.	-Kira gelirinin %90'ı dağıtılmalıdır. -Değer artış kazancından kaynaklanan gelirler dağıtılmak zorunda değildir.
Vergilendirme	-Kurumlar vergisinden muaftır.	-Dağıtılmayan temettüler kurumlar vergisine tabidir. -İştirakinin gelirleri kurumlar vergisine tabidir. -Değer artış gelirleri kurumlar vergisine tabidir.	-Dağıtılan gelirler vergiden muaftır. -Değer artış gelirlerinin %50'si vergiden muaftır. -GYO'lar finansal enstrümanlardan elde ettikleri gelirler üzerinden stopaja tabi değildir.	- Değer artış kazançlarının %50'si yatırımcılara dağıtılmadıkça vergiye tabi iken, diğer yarısı (dağıtılın ya da dağıtılmasın) gelir vergisinden muaftır.	-Kira gelirleri kurumlar vergisine tabi değildir. -Değer artış kazançları vergiye tabi değildir. -Amacı dışında kullanılan gayrimenkullerin satış vergiye tabidir. -Gayrimenkul değer artış kazançları ve kira gelirleri %20 stopaja tabidir.

Kaynak: EPRA, SPK

bir vergi istisnası sağlanmıştır. Türkiye’de kurumlar vergisi ve stopajdan muaf olan GYO’lar, ABD’de dağıttıkları temettü kadar muafiyet kazanmaktadır. Avustralya ve Kanada’da kısmi olarak vergiden muafiyet sağlanmaktadır. İngiltere’de ise kira gelirleri ve değer artış kazançları kurumlar vergisinden muaftır.

F. FTSE GYO ENDEKSİ

Dünya genelinde gayrimenkul sektörü ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dair birçok endeks hesaplanmaktadır. Bunlardan bir tanesi FTSE EPRA/NAREIT Global Endeksidir. FTSE; Avrupa Halka Açık GYO Birliği (European Public Real Estate Association-EPRA) ve GYO Ulusal Birliği (National Association of Real Estate Investment Trusts-NAREIT) işbirliği ile gayrimenkul sektöründeki trendi gösteren FTSE EPRA/NAREIT Global Gayrimenkul Endekslerini hesaplamaktadır. 31 Ekim 2008 tarihinden itibaren yayınlanmaya başlayan endeks, avro, ABD doları, İngiliz sterlini ve Japon yeni cinsinden hesaplanmaktadır. Endeks, dünyadan gayrimenkul ve GYO sektöründeki şirketleri kapsamaktadır.

FTSE EPRA/NAREIT Global endeksi ile FTSE Dünya endeksleri karşılaştırıldığında, ikisinin de paralel hareket ettiği görülmektedir. 2008 yılında yaşanan finansal krizle beraber endekslerde gerileme yaşanırken, gayrimenkul endeksinin dünya endeksine kıyasla daha fazla gerilediği görülmektedir. Ardından

endeksler 2009 yılında tekrar yükselişe geçmiştir.

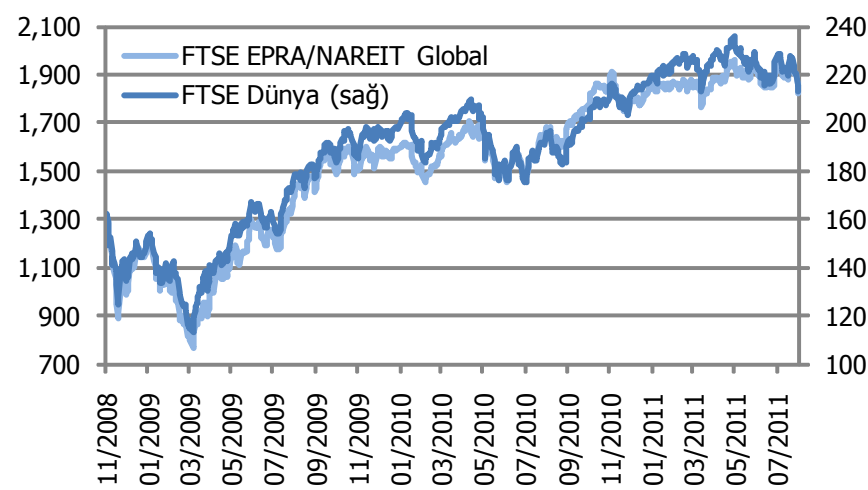
GENEL DEĞERLENDİRME

Hisse senedi, tahvil, yatırım fonu gibi finansal araçlar taşınır formlarda olduğu için menkul kıymet olarak adlandırılırken; ev, bina, arsa gibi varlıklar ise taşınmaz niteliğine bağlı olarak gayrimenkul olarak değerlendirilmektedir. Ancak bu gayrimenkuller de menkul kıymetleştirilerek birer finansal araca dönüştürülmüş, gayrimenkul yatırım ortaklığı ürünleri oluşturulmuştur. Bu şekilde yatırımcılar doğrudan gayrimenkulü satın alarak yatırım yapmak yerine, dolaylı olarak bu gayrimenkullere yatırım yapma imkanına kavuşmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, portföylerine gayrimenkulleri alarak, bunların kira ya da değer artış kazançlarından elde ettikleri geliri, ortaklarına dağıtmaktadır. İlk defa 1960’lı yıllarda ABD’de uygulama alanı bulan GYO’lar, zamanla Avrupa ve Asya’da da yaygınlaşmıştır.

GYO’lar hem yatırımcılara, hem de gayrimenkul sektörüne çeşitli avantajlar sağlamaktadır. GYO’lar büyük finansman ihtiyacı zor olan projeler için geniş bir tabandan kaynak sağlayabilmektedir. GYO’lar kendilerine sunulan birçok vergi avantajından faydalanabilmektedir. GYO’lar, çeşitli ülkelerde doğrudan gayrimenkullere yatırım yapamayan yabancı ya da kurumsal statüdeki yatırımcılara gayrimenkule yatırım yapma imkanı sunmaktadır.

Türkiye’de GYO’lar 1995 yılında yapılan düzenleme ile faaliyete geçerken, SPK’nın 2009 sonunda yaptığı düzenleme değişikliği ile halka açılan GYO sayısında artış yaşanmıştır. Düzenleme değişikliğinde, asgari halka açılma oranı %49’dan %25’e indirmiş, başvuru süresi düşürülmüştür. Bu durum GYO olmanın sağladığı vergi avantajından faydalanmak isteyen şirketleri borsada açılmaya yönlendirmiştir. Halihazırda 23 GYO İMKB’de işlem görürken, bunların 14 milyar TL’lik toplam piyasa değeri, İMKB’nin toplam piyasa değerinin %3’ü kadardır.

FTSE Dünya ve EPRA / NAREIT Global (\$)



Kaynak: Bloomberg

Dünyada GYO uygulamaları farklılık göstermektedir. Avustralya, Kanada ve İngiltere’de GYO’ların birer yatırım ortaklığı statüsünde kurulması gerekirken, ABD’de bu konuda daha esnek davranılmış, bir statü belirlenmemiştir. Genelde incelenen ülkelerde belirli bir sayıda ortak aranırken, Avustralya’da ortak sayısında bir sınırlama getirilmemekte, Türkiye’de ise asgari seviyede halka açıklık oranı aranmaktadır. ABD ve Avustralya; GYO’ların borsalarda işlem görmesini zorunlu tutmaz iken, incelenen diğer ülkelerde kotasyon zorunludur. Yatırımlar konusunda da bazı sınırlamalar vardır. GYO’lar, portföylerini ağırlıklı olarak gayrimenkullerde değerlendirmek zorunda iken, diğer finansal araçlara da belirli oranlarda yatırım yapabilmektedir. Elde edilen kira ve değer artış gelirlerinin dağıtılması konusu yine ülkeler arasında değişmektedir. Türkiye’de dağıtılacak tutar toplam dağıtılabilir kârın en az %20’si iken bu oran diğer ülkelerde %90’ın üzerindedir. Vergi muafiyeti her ülkede söz konusudur. Bazı ülkeler hem temettü, hem de değer artış gelirlerini vergiden muaf tutarken, bazıları bu gelirlerin dağıtılmayan kısımlarını vergilendirmektedir. Bazı ülkelerde ise gelirlerin sadece belirli kısımları vergiye tabidir.

GYO Ulusal Birliği: www.reit.com

Sermaye Piyasası Kurulu: www.spk.gov.tr

KAYNAKÇA

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, Sektör Raporu 2011/01, KOTEDER, Mart 2011

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-5, SPK, Mart 2010

“What would an ideal REIT look like?”, EPRA

“Global REIT Survey-Australia”, EPRA, Eylül 2010

“Global REIT Survey-Canada”, EPRA, Eylül 2010

“Global REIT Survey-UK”, EPRA, Eylül 2010

“Global REIT Survey-USA”, EPRA, Eylül 2010

“Global REIT Survey-Turkey”, EPRA, Eylül 2010

Avrupa Halka Açık GYO Birliği: www.epra.com

Bloomberg: www.bloomberg.com

FTSE: www.ftse.com

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER): www.gyoder.org.tr



Esra Esin Savaşan
esavasan@tspakb.org.tr

GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Ağustos ayında; menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ilişkin yeni bir tebliğ yayımlanırken, İMKB Hisse Senetleri Piyasası, İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası, İMKB'nin kuruluş, çalışma esasları ve teşkilatı ile kotasyona ilişkin düzenleme getiren yönetmeliklerde değişikliğe gidilmiştir. Düzenleme değişikliklerine, okuyucularımızın mevzuat takibine yardımcı olmak amacıyla aşağıda kısaca yer verilmiştir.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA SERİ:VI, NO:30 SAYILI TEBLİĞ

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına, paylarının Kurul kaydına alınmasına, ortaklık ile ortaklık portföyünün yönetimine, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenleyen Seri:VI, No:30 sayılı "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" 05.08.2011 tarih ve 28016 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

İlgili Tebliğ, 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan ve aynı konularda düzenlemeler getiren Seri:VI, No:4 sayılı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğini yürürlükten kaldırmakta, gelişen ve değişen piyasa şartları dikkate alınarak menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ilişkin hükümleri yeniden düzenlenmektedir.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI YÖNETMELİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının kuruluş ve çalışma esasları 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği" ile belirlenmektedir.

İlgili Yönetmeliğin, kısaltmaları düzenleyen 3., tahvil ve bono işlemlerine ilişkin düzenleme getiren 20., üyelerin alım satım taahhütlerini

yerine getirmelerine ve temerrüde ilişkin hükümleri belirleyen 35. ve borsa bültenine ilişkin hükümler getiren 64. maddelerinde değişiklik yapan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" 19.08.2011 tarih ve 28030 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Değişiklik ile, "sermaye piyasası ve Borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistem" şeklindeki Kamuyu Aydınlatma Platformunun (KAP) tanımı Tebliğe eklenmiş ve Borsanın, seans günlerini izleyen iş günlerinde İMKB Bültenini KAP'ta yayımlayacağı yönünde hüküm getirilmiştir.

Ayrıca, kesinleşen alım satım işlemlerinde yükümlülüğünü yerine getirmeyen üyeye ilişkin faiz tutarının hesaplamasında, İMKB Repo Ters Repo Pazarında veya T.C. Merkez Bankası İnterbank Para Piyasasında oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanının dikkate alınacağı yönündeki hüküm, "İMKB Repo Ters Repo Pazarı, İMKB Bankalararası Repo Ters Repo Pazarı veya T.C. Merkez Bankası İnterbank Para Piyasasında oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanı"nın dikkate alınacağı şeklinde yeniden düzenlenmiştir.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI HİSSE SENETLERİ PİYASASI YÖNETMELİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında faaliyet gösteren hisse senetleri piyasasının çalışma esasları 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği ile belirlenmektedir.

19.08.2011 tarih ve 28030 sayılı Resmi Gazete'de ilgili Yönetmelikte değişiklik yapan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" yayımlanmıştır.

Değişiklik ile, Yönetmeliğin Borsa emirlerine ilişkin düzenleme getiren 19. maddesinde "Borsa emirleri, üye temsilcileri tarafından, Borsa Yönetimince belirlendiği şekilde, bilgisayarlara kaydedilir." şeklinde yer alan hükmün, "Borsa emirleri, üye temsilcileri veya üyelere tahsis edilen emir iletim arayüzleri tarafından, Borsa Yönetimince belirlendiği şekilde sisteme iletilir." şeklinde yeniden düzenlendiği görülmektedir.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI YÖNETMELİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak için ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak amacıyla kurulan Gelişen İşletmeler Piyasasının çalışma esasları 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği" ile düzenlenmektedir.

İlgili Yönetmeliğin, Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem görmeye başlanmasına ilişkin hükümler getiren 8., emir girişlerinde uygulanacak fiyat adımlarını düzenleyen 41., Borsa emirlerine ilişkin hükümler getiren 45., birincil piyasa işlemlerine ilişkin hükümler getiren 57. ve toptan alış-satış işlemlerini düzenleyen 59. maddelerinde değişiklik yapan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" 19.08.2011 tarih ve 28030 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Mevcut düzenlemede şirket payları, en erken, Gelişen İşletmeler Piyasası listesine (bu piyasada işlem görebilecek menkul kıymetleri gösterir liste) kabul başvurusunun Yönetim Kurulu tarafından onaylanması kararının İMKB Bülteninde ilanını izleyen ikinci işlem gününde, ikincil piyasada işlem görmeye başlamakta idi. Değişiklik ile, şirket payları, Gelişen İşletmeler Piyasası listesine kabul başvurusunun Yönetim Kurulu tarafından onaylanması kararının İMKB Bülteninde ilanını izleyen işlem gününde ikincil piyasada işlem görmeye başlayabilecektir.

Emir girişlerinde uygulanacak fiyat adımlarına ilişkin de, en az bir hafta önceden Bültende ilan edilmek şartıyla fiyat adımlarının belirlenme esasları Yönetim Kurulu tarafından değiştirilebilmekteydi. Değişiklik ile, en az iki gün önceden Bültende ilan edilmek şartıyla fiyat adımlarının belirlenme esaslarının Yönetim Kurulu tarafından değiştirilebileceği düzenlenmiştir. Gelişen İşletmeler Piyasası birincil piyasa işlemlerine ilişkin başvurularda ise, Borsaya yapılan başvurunun Yönetim Kurulunca uygun görülmesi halinde, durumun, işlemin yapılacağı tarihten en az bir hafta önce Bültende ilan edileceği düzenlenmekteyken, değişiklik ile bu bir haftalık süre iki gün olarak belirlenmiştir.

Düzenleme uyarınca, Gelişen İşletmeler Piyasası listesine kabul başvurusunda bulunulan payların tahsisli satış işlemleri ve Gelişen İşletmeler Piyasası listesinde bulunan paylara ilişkin belirli bir miktarın üzerindeki işlemler, toptan alış-satış emirleri ile gerçekleştirilecektir. Bu kapsamdaki payların önceden anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara, tahsisli veya toplu olarak satışı, toptan alış-satış işlemleri için ayrı bir işlem sırası açılarak yapılacaktır.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI TEŞKİLAT, GÖREV VE ÇALIŞMA ESASLARI YÖNETMELİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının görev, yetki ve sorumlulukları, iç teşkilatı, yönetim ve çalışma kural ve yöntemleri 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği" ile düzenlenmektedir.

İlgili Yönetmeliğin, Borsanın hizmet birimlerini belirleyen 34., Pazarlama Müdürlüğünü düzenleyen 55., Kamuyu Aydınlatma Platformu İşletim Müdürlüğünü düzenleyen 72/A, Piyasa, Ürün Geliştirme ve Özel Projeler Müdürlüğünü düzenleyen 72/C maddelerinde değişiklik yapan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" 19.08.2011 tarih ve 28030 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Değişiklik ile, Piyasa, Ürün Geliştirme ve Özel Projeler Müdürlüğünün, "Proje Koordinasyon Müdürlüğü" ve Pazarlama Müdürlüğünün "İş Geliştirme ve Pazarlama Müdürlüğü" olarak yeniden düzenlendiği görülmektedir.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI KOTASYON YÖNETMELİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

Menkul kıymetlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotuna alınması, kotta kalması, kottan geçici veya sürekli çıkarılmasına ilişkin hükümler 24.06.2004 tarih ve 22502 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği ile düzenlenmektedir.

İlgili Yönetmeliğin, tanım ve kısaltmaları düzenleyen 4., kotasyon başvurusunu düzenleyen 8., başvuruya eklenecek belgeleri belirleyen 9., ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerin ilk kotasyonunu düzenleyen 13., yatırım ortaklıklarına ait hisse senetlerinin kotasyonuna ilişkin hükümler getiren 15., Borsa kotundan çıkarmayı gerektiren durumları belirleyen 24. ve kota alınmamış menkul kıymetlerin Borsada işlem görmesine ilişkin düzenleme getiren 27. maddelerinde değişiklik yapan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" 19.08.2011 tarih ve 28030 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Yönetmeliğe eklenen hükümler uyarınca; borçlanma araçlarının Borsada işlem görmesini temin amacıyla kota veya kot dışı pazar kaydına alınması için Borsaya yapılacak başvurular, SPK'ya yapılacak kayda alma başvurusu ile eş zamanlı olarak yapılacaktır. Borsaya başvuru, bir yıllık dönem içinde ihraç edilecek borçlanma araçlarının tümünü kapsayacak şekilde veya belirli bir miktarı kapsayan tek seferlik bir ihraç için yapılabilecektir. Bir yıllık dönem içinde ihraç edilmek üzere Borsa Yönetim Kurulu kararıyla daha önce ilgili kota veya pazar kaydına alınan borçlanma araçlarının, ihraççılar tarafından satışlarının gerçekleştirilmesinden önce, SPK'ya yapılacak başvuru ile eş zamanlı olarak Borsaya işlem görme başvurusu yapılması gerekmektedir. Bir yıllık dönem içinde ihraç edilmek üzere Borsa Yönetim Kurulu kararıyla daha önce kota veya pazar kaydına alınan

ve satışı tamamlanan borçlanma araçları, KAP'ta yapılacak ilanı takiben Tahvil ve Bono Piyasasında işlem görmeye başlayacaktır. SPK kaydına alınan borçlanma araçlarının satışından vazgeçilmesi durumunda ise, bu durum SPK'ya yapılacak bildirimle eş zamanlı olarak Borsaya bildirilecektir. Satışından vazgeçilen veya satılamayan borçlanma araçlarının, SPK'nın uygun görüşüyle tekrar satışa sunulması mümkündür.

Ayrıca, ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerin ilk kotasyonunda, ortaklığın;

1. Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin asgari 110.000.000 TL (Düzenlemede daha önce yer alan tutar: 100.000.000 TL) olması, son iki yıldan en az birinde vergi öncesi kar elde edilmiş olması, özsermayenin asgari 27.500.000 TL (Düzenlemede daha önce yer alan tutar: 25.000.000 TL) olması,
2. Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin asgari 55.000.000 TL (Düzenlemede daha önce yer alan tutar: 50.000.000 TL) olması, son iki yıldan en az birinde vergi öncesi kar elde edilmiş olması, halka arz edilen hisse senetlerinin ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranının asgari %5 olması, özsermayenin asgari 17.600.000 TL (Düzenlemede daha önce yer alan tutar: 16.000.000 TL) olması,
3. Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin asgari 27.500.000 TL (Düzenlemede daha önce yer alan tutar: 25.000.000 TL) olması, son iki yıl vergi öncesi kar elde edilmiş olması, halka arz edilen hisse senetlerinin ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranının asgari %25 olması, özsermayenin asgari 11.000.000 TL (Düzenlemede daha önce yer alan tutar: 10.000.000 TL) olması,

şeklinde yapılan alternatif 3 grupta yer alan koşullardan, aynı grup içerisinde yer alan koşulların tamamını sağlaması gerekmektedir.

Yatırım ortaklıklarına ait hisse senetlerinin kotasyonuna ilişkin olarak ise, ihraç edilen hisse senetlerinin ilk kotasyonunda aranacak şartlara ilişkin "halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerlerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine

oranlarının en az SPK'nın ilgili tebliğlerinde belirtilen tutar ve oranda olması" şeklindeki hükmün "halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerlerinin çıkarılmış sermayesine oranlarının en az SPK'nın ilgili tebliğlerinde belirtilen tutar ve oranda olması" şeklinde değiştirildiği görülmektedir.

Yatırım ortaklıklarının faaliyet konusunun değiştirilmesi durumunda da, ortaklık ve hisse senetleri kotasyon koşullarının Borsa Yönetim Kurulunca resen yeniden değerlendirileceği ve koşullarını sağladığı pazarda işlem görmesine karar verilebileceği yönünde hüküm Yönetmeliğe eklenmiştir.

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri					
	Milyon TL	2009	2010	2011/06	%Δ
TL Mevduat		305.201	380.517	411.218	8,1%
DTH		139.334	144.790	158.780	9,7%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar		26.625	33.695	35.983	6,8%
DİBS		64.761	61.199	64.233	5,0%
Eurobond		5.237	5.302	5.641	6,4%
Yatırım Fonları		29.606	30.980	31.133	0,5%
Repo		1.383	1.501	2.428	61,8%
Emeklilik Yatırım Fonları		9.105	12.018	13.378	11,3%
Hisse Senedi		39.756	56.048	61.616	9,9%
Toplam		621.008	726.050	784.410	8,0%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri					
	Milyon TL	2009	2010	2011/06	%Δ
Hisse Senedi		81.405	109.679	101.164	-7,8%
DİBS		30.308	49.172	64.714	31,6%
Eurobond		1.209	1.715	851	-50,3%
Mevduat		11.402	13.353	18.592	39,2%
Toplam		124.324	173.919	185.321	6,6%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri					
	Milyon TL	2009	2010	19/08/2011	%Δ
Toplam Piyasa Değeri		350.761	472.553	388.200	-17,9%
Saklamadaki Hisse Senetleri		121.161	165.727	162.736	-1,8%
Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri		116.200	119.310	99.824	-16,3%
Ortalama Halka Açıklık Oranı		33,1%	25,2%	25,7%	A.D.

Menkul Kıymet Sayısı					
		2009	2010	19/08/2011	%Δ
Şirket (GİP dahil)		267	285	305	7,0%
Yatırım Ortaklığı (Gayrimenkul ve Risk Sermayesi dahil)		48	53	54	1,9%
Borsa Yatırım Fonu		10	12	12	0,0%
Varant		-	22	84	281,8%

İMKB İşlem Hacimleri*					
	Milyar TL	2009	2010	2011/07	%Δ
Hisse Senedi Piyasası		965	1.271	918	A.D.
Gelişen İşletmeler Piyasası		-	-	0	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı		1.238	1.368	1.034	A.D.
Aracı Kurum		136	141	85	A.D.
Banka		1.102	1.227	950	A.D.
TCMB+Takasbank		0	0	0	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı		6.388	6.413	3.841	A.D.
Aracı Kurum		1.045	1.065	645	A.D.
Banka		4.572	5.125	3.193	A.D.
TCMB+Takasbank		771	223	3	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*					
	Milyar TL	2009	2010	2011/07	%Δ
İşlem Hacmi		668	863	510	A.D.
Aracı Kurum		585	749	431	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi		2	1	2	A.D.
Banka		82	114	77	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)		79	64	39	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)		188.976	181.738	349.839	92,5%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Birincil Halka Arzlar					
	Milyon TL	2009	2010	19/08/2011	%Δ
Şirket Sayısı (GİP dahil)		1	16	19	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı		10	1.441	890	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (Gayrimenkul ve Risk Ser. dahil)		0	6	3	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı		0	1.669	322	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı		1	3	0	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı		110	16	0	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı		120	3.126	1.212	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı					
	Milyon TL	2008	2009	2010	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı		178	221	247	11,8%
Zarar Eden Şirket Sayısı		140	94	91	-3,2%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı		25.805	31.184	38.243	22,6%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı		-3.454	-1.666	-1.134	-31,9%
Toplam Kâr / Zarar		22.351	29.518	37.109	25,7%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon TL	2009	2010	19/08/2011	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	1.003	1.469	1.527	4,0%
B Tipi Yatırım Fonları	28.328	29.171	28.856	-1,1%
Emeklilik Yatırım Fonları	9.049	12.008	13.501	12,4%
Borsa Yatırım Fonları	253	257	275	7,0%
Yatırım Ortaklıkları	504	563	452	-19,7%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	2.832	10.779	10.310	-4,4%
Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	82	187	174	-7,2%
Toplam	42.051	54.434	55.096	1,2%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4,5%	4,9%	4,8%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2009	2010	2011/07	%Δ
Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.000.261	1.043.135	1.089.425	4,4%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.814.349	2.980.212	2.936.296	-1,5%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	290	4.903	85.073	1635,1%
Varant Yatırımcı Sayısı	-	1.432	1.781	24,4%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2009	2010	2011/07	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi	56.246	71.332	60.208	-15,6%
Saklamadaki Payı	67%	66%	62%	-5,9%
Hisse Senedi İşlem Hacmi	90.237	133.155	88.026	A.D.
İşlem Hacmi Payı	14%	16%	15%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	2.256	2.105	-1.425	A.D.

TSPAKB Üyeleri				
	2009	2010	19/08/2011	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	103	103	102	-1,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	0	1	1	0,0%
Banka Sayısı	41	41	40	-2,4%
Toplam	144	145	143	-1,4%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon TL	2009	2010	2011/03	%Δ
Dönen Varlıklar	5.287	6.708	8.118	21,0%
Duran Varlıklar	685	766	765	-0,2%
Aktif Toplam	5.972	7.474	8.883	18,8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.771	5.006	6.355	26,9%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	48	43	43	0,1%
Özkaynaklar	2.153	2.425	2.485	2,5%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	5.972	7.474	8.883	18,8%
Net Komisyon Gelirleri	572	716	224	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı	187	262	102	A.D.
Net Kâr	317	367	163	A.D.
Personel Sayısı	4.715	4.948	5.037	1,8%
Şubeler	157	161	165	2,5%
İrtibat Bürosu	39	46	51	10,9%
Acente Şubeleri	5.873	6.347	6.408	1,0%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası				
	2009	2010	19/08/2011	%Δ
İMKB-100	52.825	66.004	53.062	-19,6%
İMKB-100 (En Yüksek)	52.825	71.543	70.702	-1,2%
İMKB-100 (En Düşük)	23.036	48.739	50.308	3,2%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	1.915	2.543	3.055	20,2%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2009	2010	19/08/2011	%Δ
ABD Nasdaq 100	1.860	2.218	2.038	-8,1%
ABD S&P 500	1.115	1.258	1.124	-10,7%
Almanya DAX	5.957	6.914	5.480	-20,7%
Brezilya Bovespa	68.588	69.305	52.448	-24,3%
Çin Shanghai Bileşik	3.277	2.808	2.534	-9,7%
Fransa CAC 40	3.936	3.867	3.017	-22,0%
Güney Afrika FTSE/JSE	27.666	32.119	29.379	-8,5%
Hindistan BSE Sens	17.465	20.509	16.142	-21,3%
Hong Kong Hang Seng	21.873	23.035	19.400	-15,8%
İngiltere FTSE 100	5.413	5.900	5.041	-14,6%
Japonya Nikkei 225	10.546	10.229	8.719	-14,8%
Meksika IPC	32.120	38.551	33.137	-14,0%
Rusya RTS	1.445	1.770	1.575	-11,0%

A.D.: Anlamı değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Kaynak: DPT, Financial Times, İMKB, Garanti Yatırım, MKK, Rasyonet, SPK, TCMB, TSPAKB, TÜİK, VOB

