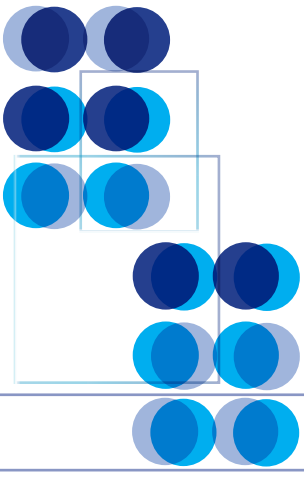




sermaye piyasasında

GüNDeM

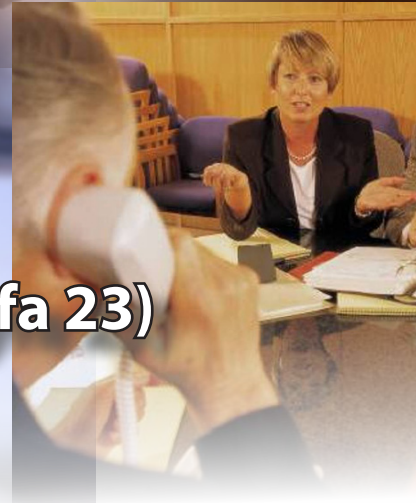
SAYI 101 OCAK 2011

ISSN 1304-8155



Açığa Satış (sayfa 8)

Merkezi Karşı Taraf (sayfa 23)



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

Birliğin 103 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracılık şirketi ve 41 banka olmak üzere toplam 145 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

E. Nevzat Öztangut
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca
Müdür Yardımcısı/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

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

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker
Uzman/Eğitim ve Tanıtım

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *ÇaNDeM*, 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 *ÇaNDeM*, 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,

2010 yılı piyasalarımız açısından çok başarılı geçti. İMKB-100 endeksi kendi rekorunu defalarca yenilerken, hem hisse senedi hem de VOB'da yapılan işlemler kriz öncesi yılların üzerine çıktı. Halka arz işlemleri, ürün çeşitliliği ve düzenlemeler konusunda çok olumlu adımlar atıldı. 2011'de de piyasalarımızdaki bu gelişmelerin devam etmesini bekliyoruz.

Kuşkusuz, Türkiye sermaye piyasalarında geçtiğimiz yıla damgasını vuran gelişme SPK, İMKB, TOBB ve Birliğimiz ortaklığında yürütülen Halka Arz Seferberliği oldu. Bu seferberliğin katkısıyla, 2010 yılında İMKB'de 22 şirket ve 3 borsa yatırım fonunun halka arzı gerçekleşti, son on yılın rekoruna ulaşıldı. 2011'de İMKB'de işlem görmek için başvuran şirketlerin, 2010'daki halka arzların üzerinde olacağı tahmin ediliyor.

Öte yandan, yeni yılda yeni ürünlerin piyasamıza kazandırılmasını bekliyoruz. Hisse senedine dayalı vadeli işlem kontratlarının ve opsiyonların işlem görmeye başlaması, yatırımcılarımız ve aracı kurumlarımız için önemli bir gelişme olacak.

Yeni yılda yeni piyasaların da faaliyete geçmesi planlanıyor. SPK, İMKB, KOSGEB ve Birliğimiz arasında Halka Arz Seferberliği'ne benzer bir protokolün imzalanması gündemde. Bu protokolle, KOBİ'lerin sermaye piyasasından mümkün olduğunca yararlanmalarını amaçlıyoruz. Bildiğiniz üzere İMKB'nin KOBİ'lere yönelik Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP) "piya-

sa danışmanı" olacak kurumlar yetkilendirildi, işlem görmek isteyen şirket başvuruları da gelmeye başladı. İmzalanacak protokolün bu canlanmaya ivme katacağı kanaatindeyiz.

Diğer taraftan, son dönemde global piyasalardaki emtiaların fiyat hareketleri dikkat çekiyor. Ülkemizde de hem emtiaya dayalı bir borsanın, hem de enerjiye dayalı bir piyasanın kurulması 2011 yılı gündeminde yer alıyor.

Bildiğiniz üzere İMKB tarafından "Türkiye Ortak İşlem Platformu" projesi açıklandı. Bu platformla; İstanbul ile ABD, Avrupa ve Ortadoğu'ya kadar birçok ülke arasında bağlantı kurarak, karşılıklı finans ve emtia ürünlerinin işlem görmesi öngörülüyor. Böyle bir platformun hayata geçmesi sonucunda, hem aracı kurumların faaliyet alanları genişleyecek, hem de İstanbul'un bir finans merkezi olması projesine ciddi katkılar sağlanacaktır.

Öte yandan, bu yıl yatırımcı eğitimi projesini hayata geçireceğiz. Ülkemizde finansal okur-yazarlık düzeyi istenilen seviyede değil. Yatırımcı eğitimi projesiyle; tasarrufların değerlendirilmesi, yatırım araçları, piyasaların işleyişi ve güvenlik mekanizmaları konusunda toplumun tüm kesimlerinin bilinçlendirilmesini amaçlıyoruz. Böylece, piyasamız ve yatırım araçları hakkında daha bilgili hale gelen yatırımcıların daha güvenli bir şekilde yatırım yapacaklarını düşünüyoruz. Planladığımız yatırımcı eğitimi programı ile her yaş grubunda, toplumun tüm kesimlerine seslenmeyi istiyoruz. Böylelikle gerekli bilgi ve donanımına sahip yatırımcılarımızın ülke tasarruflarının artmasına ve kaynakların daha verimli bir şekilde kullanılmasına katkı sağlayacağı inancındayız.

On yıldır aracılık sektörünün piyasadaki temsilcisi olan Birliğimiz, yeni yılın bu yoğun gündeminde üyelerimizden gelen destekle çalışmalarına devam edecektir.

Saygılarımla,

E. Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

TSPAKB Yeni Yıl Kokteyli

Birliğimiz 24 Aralık 2010 günü, Ceylan Intercontinental otelde bir yeni yıl kokteyli düzenledi. Sermaye Piyasası Kurulu İkinci Başkanı Abdulkerim Emek ile Kurul üyesi Emin Özer, İMKB Başkanı Hüseyin Erkan, İstanbul Altın Borsası Başkanı Osman Saraç ve Takasbank Genel Müdür Yardımcıları Nezir Bakır ile Sezai Bekgöz'ün onurlandırdığı kokteyle, üye temsilcilerimizin yanı sıra sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumlar da yoğun ilgi gösterdi.

Gecede Birlik Başkanı Nevzat Öztangut bir konuşma yaparak, sektörün tüm kurumlarının ve çalışanlarının yeni yılını kutlarken, 2011 yılında daha köklü bir piyasa temennisinde bulundu.

Konuşmanın ardından başlayan kokteyl süresince katılımcılar, yeni yıla ilişkin beklentilerini paylaşma olanağı buldular.

İMKB 25. Yıl Toplantısı

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kuruluşunun 25. yılı kapsamındaki konferans 9-10 Aralık tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Toplantıların açılış konuşmalarını Başbakan Recep Tayyip Erdoğan, Devlet Başkanı ve Başbakan Yardımcısı Ali Babacan, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Vedat Akgiray ve İMKB Başkanı Hüseyin Erkan yapmıştır.

İki günlük program çerçevesinde finansal krizle birlikte sermaye piyasalarındaki yeni düzen, borsaların karşı karşıya olduğu yeni dinamikler, borsa teknolojileri ve inovasyon, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi ile borsalar arası küresel ve bölgesel işbirlikleri konuları tartışılmıştır.

Yerli ve yabancı çok sayıda katılımcının bulunduğu toplantıların ikinci gününde, Birlik Başkanı Nevzat Öztangut aracılık sektörünün son on yıldaki gelişimini anlatan bir sunum yapmıştır.





FEAS Genel Kuruluna Katıldık

Birliğimizin 2009 yılından bu yana üye olduğu Avrasya Borsalar Federasyonu'nun (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges-FEAS) 16. genel kurulu 6-8 Aralık 2010 tarihleri arasında İstanbul'da yapılmıştır.

Uluslararası sermaye piyasalarındaki düzenlemeler, kurumsal yönetim ve teknolojik altyapı gibi konuları ele alan 8 çalışma komitesinin faaliyetlerinin değerlendirildiği Genel Kurulda, Federasyonun 2011 yılı bütçesi kabul edilmiştir.



IOSCO SROCC Toplantısı Brezilya'da Düzenlendi

Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü'nün (IOSCO) Özdüzenleyici Kurumlar Danışma Komitesi (Self-Regulatory Organizations Consultative Committee-SROCC) 30 Kasım-2 Aralık

tarihleri arasında Brezilya'nın Rio de Janeiro şehrinde toplanmıştır.

35 ülkeden 90'ın üzerinde katılımcının bulunduğu toplantılar kapsamında Genel Sekreter Yardımcımız Alparslan Budak Türkiye'deki aracı kurumların kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ve Birliğin düzenleme, denetleme ve yaptırım alanlarındaki faaliyetlerini anlatan iki ayrı sunum yapmıştır.

Yıldız Teknik Üniversitesinde Panele Katıldık

Yıldız Teknik Üniversitesi 17 Aralık'ta "Halka Arzlarında Kurumsal Otoritelerin Rolü" konulu bir panel düzenlemiştir. Ağırlıklı öğrencilerin ilgi gösterdiği konferansa konuşmacı olarak Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Vedat Akgiray ve İMKB Başkanı Hüseyin Erkan, Takasbank Genel Müdürü Emin Çatana, Merkezi Kayıt Kuruluşu Genel Müdürü Yakup Ergincan ve Birliğimiz Başkanı Nevzat Öztangut katılmıştır.

Konuşmasında halka arzı değer yaratma ve kurumsallaşma süreci olarak tanımlayan Başkan Nevzat Öztangut, aracı kurumların halka arz işlemlerindeki rolünü ve şirketlerin aracı kurumlardan alabileceği kurumsal finansman hizmetlerini anlatan bir sunum yapmıştır.

Yerli ve Yabancı Heyetlere Sektörümüzü Tanıttık

8 Aralık 2010 tarihinde İran Aracı Kuruluşları Birliği SEBA kurumumuzu ziyaret etmiştir. İran Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı, Başkan Yardımcısı ve Genel Sekreteri ile yapılan toplantıda Türkiye aracılık sektörü ile sermaye piyasasındaki son gelişmeler değerlendirilmiştir.

Öte yandan, İMKB'nin Avrasya Borsalar Federasyonu üyelerine yönelik olarak düzenlediği eğitim programı kapsamında, 14 Aralık 2010 tarihinde Birlik merkezini ziyaret eden Muskat ve Amman borsaları ile İstanbul Altın Borsası personelinin oluşan 9 kişilik gruba, Türkiye sermaye piyasalarını ve aracılık sektörünü anlatan bir sunum yapılmıştır.



Lisans Yenileme Eğitimleri

Tüm eğitilere ilişkin detaylar Birliğimizin www.tspakb.org.tr internet adresinde Eğitim/Eğitimlerimiz bölümünden de takip edilebilir.

Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 24.235'inin lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış olup başvuruların 22.846 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	12,233	11,540	94
İleri Düzey	5,119	4,892	96
Türev Araçlar	1,989	1,815	91
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	1,602	1,521	95
Takas ve Operasyon	541	496	92
Kredi Derecelendirme	480	458	95
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	597	562	94
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	1,137	1,095	96
Konut Değerleme	151	146	97
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	252	209	83
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	98	79	81
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	36	33	92
Toplam	24,235	22,846	94

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

26.11.2010-28.12.2010 tarihleri arasında borsa dışında işlem gören özel sektör tahvillerinde 21 milyon TL işlem hacmi gerçekleşmiştir. Banka bonolarıyla beraber toplam borsa dışı işlem hacmi 85 milyon TL olmuştur.

Borsa Dışı İşlemler (26.11.2010-28.12.2010)			
Menkul Kıymet	Türü	Sözleşme Sayısı	İşlem Hacmi
Lider Faktoring	Tahvil	104	10,685,879
Bankpozitif Kredi ve Kalkınma Bankası	Tahvil	68	4,095,192
Creditwest Faktoring Hizmetleri	Tahvil	48	3,101,719
Akfen Holding	Tahvil	23	1,635,844
Merinos Halı Sanayi ve Ticaret	Tahvil	30	1,368,720
Koç Tüketici Finansmanı	Tahvil	5	508,809
Boyner Büyük Mağazacılık	Tahvil	2	104,029
Arzum Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret	Tahvil	1	10,229
T. Sınai Kalkınma Bankası	Banka Bonosu	231	22,325,363
Akbank	Banka Bonosu	37	22,302,101
Aktif Yatırım Bankası	Banka Bonosu	204	19,278,483
Toplam		753	85,416,366



AÇIĞA SATIŞ

Genellikle sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılırken, düşük fiyattan alıp yüksek fiyata satarak kazanç sağlama ilkesi esastır. Öte yandan, açığa satış işlemleri ile aşağı yönlü fiyat hareketlerinden de kazanç sağlamak mümkündür. Açığa satış işlemlerinin temelinde fiyatlardaki düşüş beklentisi yatmakta olup, ödünç alınan bir menkul kıymetin satışı yapılır. Elinde bulunmayan bir aracı satan yatırımcı, beklentisinin gerçekleşmesi durumunda, aynı aracı daha ucuz fiyata satın alarak ödünç aldığı tarafa geri vermekte ve aradaki fiyat farkından kazanç elde etmektedir.

Sahip olunmayan kıymetin satışıyla beraber oluşan açık pozisyonun; satış sonrasında ilgili kıymetin alışının yapılarak veya ödünç alınarak kapatılması gerekmektedir. Bu çalışmada öncelikle açığa satış uygulamaları genel bir bakış açısıyla ele alınırken, devam eden bölümde seçilmiş ülkelerdeki açığa satış işlemleri detaylandırılmaktadır.

I. AÇIĞA SATIŞ İŞLEYİŞİNE GENEL BAKIŞ

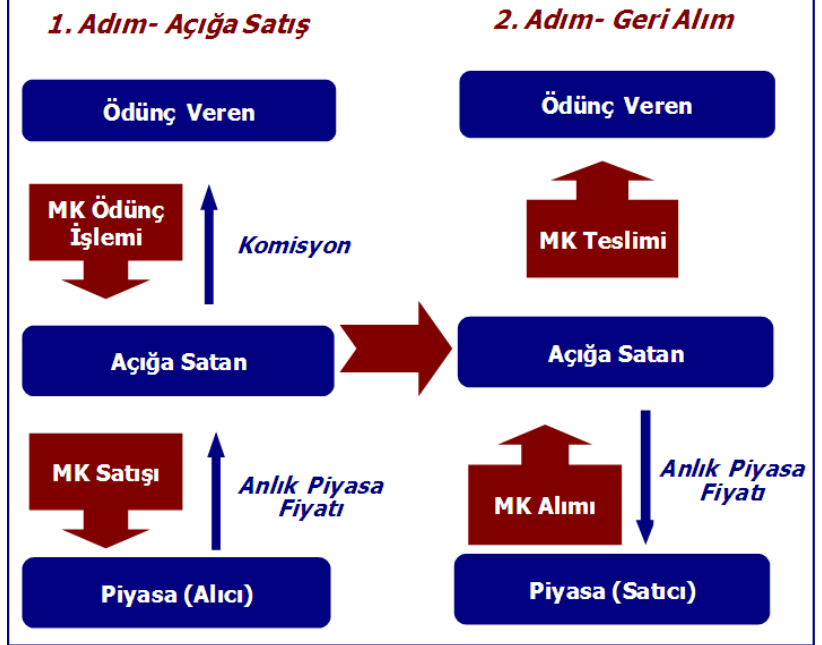
Uluslararası piyasalarda kabul edilmiş tek bir "açığa satış" tanımı olmamakla beraber, genel uygulamalara bakıldığında, açığa satış işlemini, emrin verildiği anda sahip olunmayan bir menkul kıymetin satışı şeklinde tarif etmek mümkündür. Açığa satış, uzun yıllardır sermaye piyasalarında uygulanan bir yatırım stratejisidir.

Bu bölümde, açığa satış işlemlerinin çeşitleri, uygulama alanları ve piyasaya etkisi ile bu işlemlere yönelik genel düzenlemelere ve uluslararası örgütlerin çalışmalarına yer verilecektir.

A. Açığa Satış Türleri

Açığa satış uygulamaları ülkeler arası farklılık gös-

Açığa Satışın İşleyişi

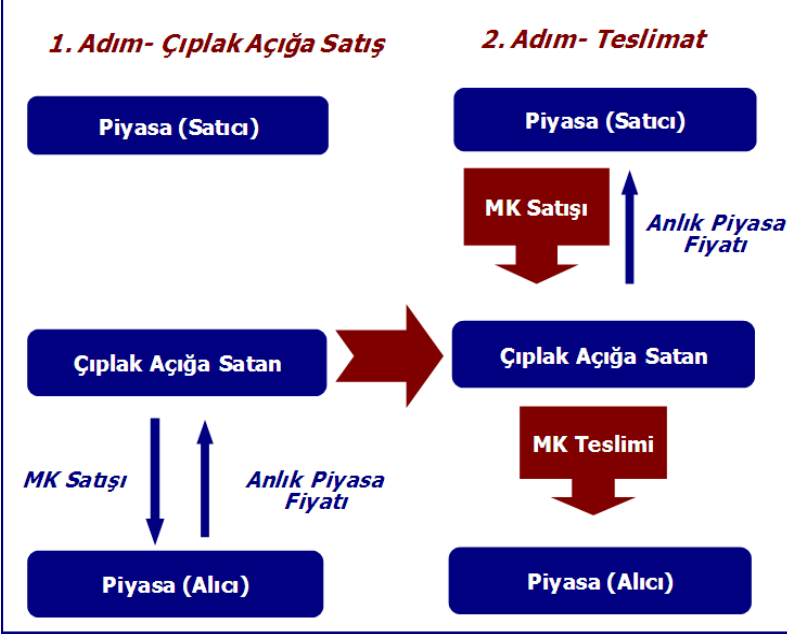


terse de, genel anlamıyla bu işlemleri iki ayrı yön-tem altında ele almak mümkündür.

Açığa satış; yatırımcının emri gerçekleştirilmeden önce, söz konusu menkul kıymeti ödünç alması ya da ödünç almak için bir anlaşma yapması durumunda gerçekleşen satıştır. Uygulama iki adımda izlenebilmektedir.

- İlk adımda yatırımcı öncelikle söz konusu menkul kıymeti aracı kuruluştan belirli bir komisyon karşılığında ödünç alıp o anki piyasa fiyatıyla karşı tarafa satmaktadır.
- Menkul kıymetin geri alımı olan sonraki adımda ise, yatırımcı ilgili menkul kıymeti o anki piyasa fiyatından satın alarak ödünç aldığı tarafa iade etmektedir.

Çıplak açığa satış (Naked/Uncovered short selling) ise; yatırımcının ilgili menkul kıymeti henüz ödünç almadığı durumda yaptığı açığa satışı ifade eder. Bu işlemden ilk adımda yatırımcı ödünç alma-

Çıplak Açığa Satışın İşleyişi

dan açığa satış işlemini gerçekleştirir. Yatırımcı takas günü geldiğinde ilgili menkul kıymeti piyasadan satın alarak teslimatı gerçekleştirir. Çıplak açığa satış işlemlerine, takas tarihinde menkul kıymetin teslim edilememeye riskinden dolayı çoğu ülkede çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. İlgili bölümlerde söz konusu düzenlemeler detaylandırılacaktır.

B. Açığa Satış Uygulamaları

Açığa satış işlemlerine, hisse senetlerinin yanı sıra, döviz, emtia, tahviller de konu olabilmektedir. Bunun haricinde, spot piyasalarda olduğu gibi türev ürünlerinde de açığa satış işlemleri yapılabilmektedir.

Daha önce de ifade edildiği gibi, fiyat düşüşünden fayda sağlamak, açığa satış işlemlerinin esas kullanım alanını oluşturmaktadır. Bununla birlikte, açığa satış işlemleri çeşitli yatırım stratejilerinde kullanılmaktadır. Söz konusu açığa satış uygulamalarından bazılarını örnekle açıklamak yararlı olacaktır.

Uzun/Kısa Stratejilerde Açığa Satış

Bu stratejide, yatırımcı bir menkul kıymetin fiyat düşüşünden ziyade, birden fazla menkul kıymetin göreceli fiyat hareketinden kazanç sağlamayı amaçlamaktadır.

Örneğin, A şirketinin, B şirketinden daha iyi perfor-

mans göstermesini bekleyen yatırımcı A hissesinde uzun, B hissesinde kısa pozisyon alabilir. Örneğin, 200.000 \$ tutarında A hissesine yatırım yapan yatırımcı, B hissesinde de 200.000 \$ değerinde açığa satış yapsın. Yatırımcının beklentisi doğrultusunda A hissesi (%10 fiyat artışı), B hissesinden (%2,5 fiyat artışı) daha iyi performans gösterebilir. Bu durumda, yatırımcı A hissesinden 20.000 \$ kâr, B hissesinden de 5.000 \$ zarar eder ve komisyon giderleri göz ardı edildiğinde, kendisi para yatırmadan 15.000 \$ kâr etmiş olur.

Burada yatırımcının bir şirketin ya da piyasanın genel gidişatı ile ilgili öngörüsü bulunmazken, strateji iki menkul kıymetin göreceli fiyat hareketleri üzerine kurulmuştur.

Türev Ürünlerde Korunma Amaçlı Açığa Satış

Bu örnekte, yatırımcı aracı kurumdan A şirketine ait 3 ay sonunda 10 \$'dan 100.000 hisse satma hakkı (put opsiyonu) alsın. Yatırımcı bu opsiyon için hisse başına 25 cent versin (toplamda 25.000 \$). A hissesinin şu anki piyasa fiyatı 11 \$ olsun.

A hissesinin fiyatının düşmesi durumunda, yatırımcı opsiyonunu kullanmaya karar verebilir. Aracı kurum ise aşırı fiyat düşüşünde bu opsiyonun kullanılmasından kaynaklanan zarardan korunmak üzere açığa satış işlemi yapabilir. Çünkü söz konusu hissenin fiyatı 9,75 \$ ve altına indiğinde aracı kurum zarar etmektedir.

Bu nedenle, aracı kurum A hissesinin fiyatı 10 \$'a düştüğünde, aynı meblağda A hissesini piyasadan ödünç alıp açığa satış yapar ve kendini korur. Fiyat 9,75 ve daha altına indiğinde, yatırımcı satma hakkını kullanarak aracı kuruma 100.000 A hissesi satacaktır. Aracı kurum da bu hisselerle ödünç işlemine dair geri ödemesini yapabilecektir.

Arbitraj Amaçlı Açığa Satış

Bu uygulamaya birden fazla örnek verilebilir. Bu stratejilerde, olağanüstü koşullarda piyasalarda görülen fiyat dengesizliklerinden kazanç sağlamak esastır.

İlk örnekte, birden fazla borsada işlem gören men-

kul kıymetin fiyat farklarından kazanç sağlamak amaçlansın. Örneğin, çeşitli nedenlerden dolayı A borsasında 10 \$ olan X hissesinin, B borsasında 9 \$ olduğu varsayılın. Bunu fark eden bir yatırımcı B borsasında X hissesi alıp, A borsasında açığa satış yaparak aradaki farktan kazanç sağlayabilmektedir.

Bir diğer arbitraj amaçlı açığa satış işlemine, çevrilebilir menkul kıymetler arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanmak için yapılan işlemler örnek verilebilir. Örneğin, A şirketi hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraç etsin ve dönüştürme oranı 100 olsun. Bir diğer ifadeyle 1 tahvil ile 100 hisse senedi değişimi gerçekleşmektedir. Hisse fiyatı 200 \$, dönüştürme oranı 100 olduğu için tahvilin fiyatı da 20.000 \$ olarak verilsin.

Hisse fiyatı 250 \$'a çıktığında, normal koşullarda çevrilebilir tahvilin fiyatının 25.000 \$'a çıkması beklenir. Ancak çevrilebilir tahvilin fiyatının 22.500 \$'a çıktığı varsayılın. Bu örnekte, yatırımcı tahvil satın alıp, hisse senetlerinde açığa satış yaparak kazanç sağlayabilmektedir.

Yukarıdaki açıklamalara ek olarak, piyasalarda bu şekilde arbitraj işlemlerine çok sık rastlanmadığını belirtmek gerekir. Çünkü, olası fiyat farklılıkları piyasadaki donanımlı yatırımcılarca hızla sıfırlanmaktadır.

C. Açığa Satışın Piyasaya Katkıları ve Riskleri

Uzun yıllardır piyasalarda yatırım stratejisi olarak kullanılan açığa satış için farklı görüşler vardır. Açığa satış işlemlerinin piyasaya katkıda bulunmak yerine zarar verdiğine yönelik eleştiriler gelmektedir. İlk grup, açığa satışın piyasadaki likiditeyi artırmasının yanı sıra fiyat etkinliğini sağladığını ifade ederken, yapılan eleştiriler ise açığa satışın dolaylı ya da dolaysız olarak piyasa dengesini bozabileceği yönündedir. Öte yandan bu işlemlerin, piyasalar için yararlı olduğu, ancak kontrollü olması gerektiği en yaygın olarak görülen yaklaşımdır.

Açığa satış işlemlerinin en önemli özelliklerinden birisi piyasadaki likiditeyi artırmasıdır. Normal şartlarda, yatırımcı sadece fiyatın yükseleceğini düşündü-

ğü menkul kıymetlere yatırım yapar. Fiyatın düşeceği beklentisi ile yapılan açığa satışlar, işlem hacmi yaratmaktadır. Böylece her iki yönlü fiyat hareketinde de likidite sağlanmaktadır.

Açığa satışın piyasada dengeli bir fiyat oluşumuna katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Yatırımcılar fiyatın yükseleceğini bekledikleri hisse senetlerini satın alıp, aşırı değerlenmiş buldukları hisse senetlerini açığa satarak, fiyatın denge noktasına ulaşmasını hızlandırmaktadır. Açığa satış engellendiğinde, fiyatlar normalden yüksek kalabilecektir.

Açığa satış işlemleri, bir önceki bölümdeki örneklerde yer aldığı gibi, fiyat düşüşlerine ilişkin riskten korunmak için bir yatırım stratejisi olarak kullanılabilir. Benzer şekilde, açığa satış iki benzer ürün arasında arbitraj işlemlerine de konu olurken, ürünler arasında fiyat etkinliğine yardımcı olmaktadır. Bunların haricinde açığa satış işlemleri, çoğu karmaşık ürünlerin türetilmesine baz teşkil etmektedir.

Öte yandan, açığa satış işlemleri çeşitli riskler taşımaktadır. Teorik olarak açığa satışlarda kayıplar sınırsızdır. Normal şartlarda, açığa satışa konu olan menkul kıymetin fiyatında düşüş meydana geldiğinde yatırımcı kazanç sağlamış olurken, ilgili menkul kıymette fiyatın artması yatırımcıyı zarara götürmektedir. Bu durumda genel olarak yatırımcı, öngörülen teslim tarihinden önce pozisyonunu kapatabilmektedir.

Açığa satışın en önemli risklerinden biri, takas esnasında ilgili menkul kıymetin geç teslim edilmesi veya teslim edilmemesidir. Özellikle çıplak açığa satış işlemlerinde karşılaşılabilen bu riske karşı da düzenleyici otoriteler çeşitli önlemler almıştır.

Ayrıca, açığa satışın fiyat etkinliğini artıracak düşüncesinin tersine, bu işlemlerin fiyatlardaki düşüş trendini hızlandırabileceği, bu sebeple fiyatlardaki volatilitiyi artıracak yönünde görüşler de bulunmaktadır. Benzer şekilde, bu işlemler manipülasyon amaçlı da kullanılabilir. Açığa satış yapanlar piyasadaki fiyatı düşürüp, tekrar pozisyonlarını kapatarak haksız kazanç sağlayabilmektedir. Bu durumu engellemek için ileride değinileceği gibi, düzenleyici otoriteler açığa satış işlemlerinde çeşitli fiyat sınırlama-

ları getirmişlerdir.

Açığa satış işlemlerine gelen bir diğer olumsuz eleştiri ise bu işlemlerin piyasa dengesini bozacağı yönündedir. Beklentilerde meydana gelen değişiklik veya fiyatlardaki artış ile açığa satış yapan yatırımcılar, pozisyonlarını teslim tarihinden önce kapatmak isteyebilirler ve buna paralel olarak fiyat artışları görülebilir. "Açığa satışta sıkışma" (short squeeze) olarak bilinen bu durum, genel olarak çıkan bazı haberler neticesinde veya piyasada oldukça fazla kısa pozisyonu bulunan yatırımcıların bulunduğu fark edilmesi halinde oluşmaktadır. Diğer yatırımcıların söz konusu menkul kıymetlere olan talebinin artmasıyla fiyatlar da kısa sürede ani çıkışlar meydana gelebilmektedir. Genellikle küçük piyasa değerli şirketlerde açığa satış sıkışması görülmektedir.

Ancak, büyük bir şirketin hisselerinde meydana gelen açığa satışta sıkışma ile, kısa bir süre içinde açığa satış yapanların yüksek oranda kayba uğrama olasılığı vardır. Örneğin, 2008 Ekim'de Alman otomobil firması Porsche, diğer bir otomobil devi olan Volkswagen hisselerindeki payını artırmak istediğini belirtmişti. Açıklamanın ardından, VW hisse senedine yapılan alım emirleri artmış, fiyatlar yükselmeye başlamıştır. Fiyatlar arttıkça, daha önceden bu hisselerde açığa satış yapanlar pozisyonunu daha erken kapatmaya çalışmış, bu durum da fiyat artışlarını daha hızlandırmıştır. Sonuçta 1 hafta içinde VW hisse senedinin fiyatı 210 €'dan 1.000 €'a çıkmıştır.

D. Açığa Satışta Düzenlemeler

Piyasaya olumlu katkılarından dolayı, birçok ülke risklerine rağmen açığa satış işlemlerini yasaklama yoluna gitmemiş, çeşitli düzenlemeler altında açığa satışa izin vermiştir. Bununla birlikte, risklerin arttığı kriz dönemlerinde (özellikle 2008 krizi) bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin düzenlemelerinde ilk defa açığa satış uygulamalarının tanımlandığı ve bu işlemlere yönelik yeni düzenlemeler getirildiği görülmektedir.

Sermaye piyasalarının yapısına göre ülke otoriteleri, açığa satış işlemlerine yönelik farklı uygulamalar ve yaklaşımlar geliştirmişlerdir. Söz konusu düzenleme çerçevesi ülkelere göre değişse de, en yaygın olarak

kullanılan uygulamaları aşağıdaki şekilde sınıflandırmak mümkündür.

Açığa Satış Kısıtlamaları

Açığa satış türlerine göre ülkelerde çeşitli sınırlamalar bulunmaktadır. En sık görülen uygulama, Brezilya, Malezya, İsrail, Yunanistan, Güney Afrika'da olduğu üzere, çıplak açığa satışın yasaklanmasıdır. Ayrıca, Hong Kong, Romanya, Endonezya'da olduğu gibi sadece belirli hisse senetlerinde açığa satışa izin verilebilirken, bazı ülkelerde de sektör kısıtlamaları bulunmaktadır. Getirilen diğer bir kısıtlama da, bir hisse senedi fiyatının önemli ölçüde düşmesi halinde, o hisse senedinde belirli bir dönem açığa satışın yasaklanmasıdır.

Türkiye'de açığa satış işlemleri serbest bırakılmıştır. İMKB hisse senetleri piyasasındaki menkul kıymetler işleme konu olabilmektedir. Halihazırdaki uygulamada, A grubu hisse senetleri, yatırım ortaklıkları ve borsa yatırım fonlarında açığa satışa izin verilmektedir. Gözaltı pazarı dışındaki şirketler bu uygulamanın dışında kalmaktadır. Ayrıca, pazar gözetmek sizin B ve C grubundaki hisse senetlerinde açığa satış işlemi gerçekleştirilemez. Hisse senetleri piyasasında yer alan varantlar açığa satış işlemlerine konu olmamaktadır.

Bildirim ve Beyan

Bir çok ülkede yapılan açığa satışların, gerek fiyat sınırı, gerekse açığa satışa ilişkin diğer kısıtlamalarla ilgili mevzuata uygunluğunun izlenmesi açısından, açıklanması gerekir. Bu raporda, "bildirim" ilgili otoritelere yapılan bilgilendirme yükümlülüğünü ifade ederken, "beyan" kamuoyuna duyurma anlamında kullanılmaktadır.

Beyan/bildirim zorunluluğu farklı ülkelerde değişik formlarda karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, İngiltere'de açığa satışa ilişkin, bir hisse senedinin sermayesinin %0,25'ini aşan tüm net kısa pozisyonlar günlük olarak ilgili otoriteye bildirilmektedir. Söz konusu oran İspanya, Japonya, Hollanda gibi ülkelerde de %0,25 iken, Yunanistan'da olduğu gibi %0,10'a da inebilmektedir.

Bildirim veya beyanların kimin tarafından yapılacağı ya da bildirimin yapılması gereken kurumlar farklılaşmaktadır. Örneğin, Kanada'da açığa satış işlem-

lerine aracılık eden aracı kuruluşlar bildirim yaparken, İngiltere, İspanya, Fransa, İsviçre’de yatırımcılar bu bildirimleri yapmaktadır. Bildirimin yapıldığı kurumlar genellikle borsa ya da düzenleyici otorite olurken, bildirimler ABD ya da Japonya’da olduğu gibi bu kurumların yanı sıra JSDA ve FINRA gibi özdüzenleyici kurumlara da yapılabilmektedir. Avustralya’da ise yapılan açığa satış işlemleri günlük olarak aracı kurumlar tarafından borsaya bildirilirken, bir yatırımcıya ait açık pozisyonların da yine günlük olarak düzenleyici otoriteye bildirilmesi gerekmektedir.

Açığa satış işlemlerinin kamuoyuna beyanı genel olarak borsalarca gerçekleştirilmektedir. Ancak bu duyurular Fransa’da olduğu gibi veri yayın kuruluşlarınca da yapılabilmektedir. Duyurular günlük ya da haftalık yapılabildiği gibi iki ayda bir yapılan uygulamalar da mevcuttur. Bazı ülkelerde sadece en çok açığa satış işlemi yapılan hisse senetleri duyurulurken, çoğu ülkede bütün açığa satış işlemleri yayınlanmaktadır.

Türkiye’deki uygulamada, aracı kurumun emri Borsaya iletirken açığa satış emri olduğunu açıkça belirtmesi, bir diğer ifadeyle işaretlemesi gerekmektedir. Açığa satış işlemleri İMKB günlük bülteninde hisse bazında, her fiyat seviyesinde, miktar ve sözleşme adedi belirtilerek ilan edilmektedir.

Fiyat Sınırı

Daha önce de ifade edildiği gibi, açığa satış işlemlerinin özünde fiyatlarda beklenen düşüşten kazanç sağlamak yatmaktadır. Piyasanın düşme trendinde olduğu dönemlerde bu yönde beklentilerin artması ile açığa satış işlemlerindeki artış, söz konusu aşağı yönlü hareketleri hızlandırabilmektedir. Bu durumu engellemek için genellikle düzenleyici otoriteler bu işlemler için fiyat sınırı getirmişleridir.

Yukarı fiyat kuralı (up tick rule) ile açığa satış işlemi, ancak mevcut piyasa fiyatının üzerinde bir fiyattan gerçekleşebilir. Kısacası, piyasa fiyatından aktif satışlar engellenmek istenmektedir.

Fiyat sınırlaması Türkiye’nin de dahil olduğu çoğu ülkede yaygın olarak kullanılmaktadır. Öte yandan, bu uygulamanın etkinliğine ilişkin tartışmalar da mev-

cuttur. Örneğin İngiltere borsalarında fiyata ilişkin kural bulunmamaktadır. Ancak, ABD’de fiyat sınırlamalarına ilişkin kısıtlamalar kriz döneminde artmıştır.

Teminat

Japonya ve Türkiye’de görüldüğü gibi, başlangıç teminatı istenmesi açığa satışı risklerden korunmak için kullanılan uygulamalardan biridir. Başlangıç teminatını Türkiye’deki örnekle açıklamak faydalı olacaktır.

Yatırımcının açığa satış işlemi yapabilmesi için başlangıçta, belirli bir tutarda özkaynağı hesabında bulundurulması istenmektedir. Örneğin bir yatırımcı A hissesinde 100 liralık açığa satış yapmak isterse, hesabında yine 100 liralık başka bir menkul kıymet veya nakit bulundurulması gereklidir. Bu örnekte 200 liralık varlık (100 liralık A hissesi satışı + 100 liralık teminat) açığa satışa baz teşkil etmektedir. Bu durumda, özkaynak oranı %50 olarak hesaplanmaktadır. Başlangıçta %50 olması istenen özkaynak oranı, aynı menkul kıymette açığa satışa devam edilmek istendiğinde %35’e kadar inmektedir.

Diğer Kısıtlamalar

Yukarıda belirtilen kısıtlamaların dışında, açığa satışa ilişkin farklı kurallar da getirilmiştir. Bazı otoriteler belirli dönemlerde veya belirli olaylarda açığa satış yasaklamaktadır. Örneğin halka arz veya birleşme ve satın almaların gerçekleştiği ya da stratejik kararların açıklandığı özel durumlarda açığa satış yasaklanabilmektedir.



Açığa satışa ilişkin ülke düzenlemelerine bakıldığında, piyasanın etkin bir şekilde işlemesi için, uygulamalarda çeşitli esnekliklerin yer aldığı görülmektedir. Örneğin, bir piyasa yapıcısı, alış ve satış fiyatı açıklayarak fiyat oluşumuna ve likidite yaratmaya yardımcı olur. Piyasanın etkili bir şekilde işlemesini sağlayan piyasa yapıcısı, fiyat belirlerken açık pozisyonda (genellikle geçici olarak) olabilir. Hızlı işleyen bir piyasada, piyasa yapıcısının açığa satış işlemleri yaparken, ilgili kıymeti hemen ödünç alması ya da bunu belgelemek zorunda kalması, bu katılımcıların piyasadaki işlevini azaltabilir. Bu durumda düzenleme, piyasa yapıcısının ödünç işlemine veya teslimat tarihine ilişkin kolaylık sağlayabilmekte, ya da diğer yatırımcılara yasak olan çıplak açığa satışa izin verilmektedir.

Özellikle kriz ortamlarında, ulusal otoritelerin açığa satışın ortaya çıkaracağı risklere odaklandığı, geçici veya kalıcı çeşitli tedbirler aldıkları görülmektedir.

E. Uluslararası Düzenleme Çalışmaları

Global kriz döneminde açığa satış işlemleri ile ilgili uluslararası çalışmalar hız kazanırken, bu alanda detaylı inceleme yapan otoritelerden önde geleni Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO)'dür.

IOSCO, ilk defa 1997 yılında bu işlemlere ilişkin bir çalışma raporu hazırlamıştır. Raporda açığa satış işlemlerinin bildirilmesinin, bu işlemlerin manipülatif amaçlarla kullanılmasını engellemek için önemli rol oynayacağı belirtilmiştir. Bu işlemlerin açıklanmasının piyasa etkinliği açısından önemli olduğu eklenmiştir.

Açığa satış işlemlerinin daha da yaygınlaşmasıyla, IOSCO 2003 yılında açığa satış işlemlerinde kamu-yu aydınlatmayı konu alan yeni bir çalışma raporu hazırlamıştır. Üye ülkelerin katıldığı bir anketin sonuçlarına göre açığa satışa ilişkin genel yaklaşımlara yer verilen raporda, bu işlemlerin açıklanmasının denetleme açısından etkili bir araç olduğu belirtilmiştir. Raporda, açığa satışla ilgili yayınlanacak verilerin öncelikle kötüye kullanımını azaltacak şekilde detaylı olarak tanımlanması gerektiği belirtilirken, bu verile-

rin anlaşılır bir şekilde ve zamanında yayınlanması gerektiği ifade edilmiştir.

IOSCO, 12 Kasım 2008'de G-20'ye yazdığı açık mektupta, açığa satış işlemlerinin piyasa güvenilirliğinin azaldığı mevcut kriz döneminde problemli olabileceğine yer vermiş, düzenleyicilerin özellikle çıplak açığa satış ve temerrüt konuları üzerinde durmaları gerektiğini ifade etmiştir. Ardından, açığa satış düzenlemeleri ile ilgili bir teknik komite oluşturmuş, söz konusu çalışma grubu Mart 2009'da "Açığa Satışın Düzenlenmesi" adlı bir rapor hazırlamıştır. Rapor-da etkili bir açığa satış düzenlemesi için dört temel prensip belirlenmiştir.

- *Etkin işleyen ve istikrarlı bir piyasa için açığa satış işlemlerinde potansiyel riskleri azaltacak ya da yok edecek uygun bir denetim gerekir.*

IOSCO, etkili bir düzenleme için, potansiyel risklere karşı disiplinli bir takas sisteminin ilk adım olduğunu belirtirken, takasta yaşanacak temerrütler için caydırıcı yaptırımların getirilmesini tavsiye etmiştir. Farklı ülkelerin açığa satışla ilgili düzenlemelerine değinen Komite, bütün ülkeler için uygun tek bir metot olamayabileceğini, her bir aracın ilgili piyasada etkinliğinin değişeceğini söylemiştir. Bir ülkedeki uygulama diğer bir ülkeye uyarlanırken yeni maliyetler yaratılabileceği eklenmiştir. Komite, takas süreçlerinin (T+3 gibi) kısa olmasının, temerrüt riskini azaltacağını ifade etmiştir.

- *Açığa satış işlemlerinin piyasaya ya da piyasa otoritelerine bildirimlerinin zamanında yapılması gerekir.*

IOSCO, etkili bir düzenleme için bu işlemlerin raporlanmasının ikinci adım olduğunu söylerken, piyasa şeffaflığının yeterli olmadığını düşünen düzenleyici otoritelerin bu konudaki düzenlemelerini geliştirmesini tavsiye etmiştir. Mevcut uygulamalarda genel olarak, pozisyonların yayınlanması ve işlemin anında belirtilmesi şeklinde iki raporlama modelinin görüldüğü belirtilmiştir.

Raporda, açık pozisyonların hesaplamasında türev ürünlerin dahil edilmemesinin tüm pozisyonları tam yansıtmadığını söylenirken, türev ürünlerin bu hesaplama da dahil edilmesinin çifte sayıma da neden olabileceği belirtilmiştir. Ayrıca, gelişen türev ürünler ile hesaplamanın daha karmaşık olabileceği belirtil-



miştir. Bu nedenle, Komite düzenleyici otoritelerin türev ürünlerinin de açık pozisyon bildirimlerine dahil edilip edilmeyeceğine karar verirken, hesaplama-daki zorluk ve avantajlar ile piyasa koşullarının göz önünde bulundurulması gerektiğini ifade etmiştir. Komite pozisyonların net ya da brüt olarak açıklanmasının, ya da yayınlanma sıklığının, yine ilgili piyasa koşullarına göre belirlenmesi gerektiğini bildirmiştir.

- *Açığa satış işlemlerinde etkili bir uyum ve denetim mekanizmasının geliştirilmesi gerekir.*

Üçüncü adım olarak etkili bir uyum ve denetim sistemi gösteren Komite, düzenleyici otoritelerin gözetim ve yaptırım gücüne sahip olması gerektiğini söylemiştir. Takas sisteminin etkin çalışması ve temerrüt riskinin azaltılması için caydırıcı yaptırım ve cezaların yanı sıra, düzenli gözetim ve denetime (özellikle sık sık temerrüde düşen firmalar için) ihtiyaç duyulduğu belirtilmiştir. Komite ayrıca, özellikle işlem sırasında açığa satışın açıkça belirtildiği, diğer bir ifadeyle işaretlendiği piyasalarda işlem kayıtlarının belirli bir süre boyunca tutulmasının yararlı olacağını belirtmiştir. Böylece işlem sonrası incelemelerde bu raporların kullanılabileceğine değinmiştir. Ayrıca bilgilerin, manipülasyon ve sistemik risklere karşı analiz edilecek şekilde ve zamanında açıklanması tavsiye edilmiştir.

- *Açığa satış düzenlemelerinde piyasaların etkili işlenmesi ve gelişmesi için belirli tip işlemlere yönelik istisnaların getirilmesi gerekir.*

Komite, açığa satış düzenlemelerinde esnekliği dördüncü prensip olarak kabul etmiştir. Örneğin, piya-

sa yapıcılarının bu yükümlülüklerini yerine getirmek için yaptıkları açığa satış işlemlerinin takasında daha fazla süre tanınması, fiyat kısıtlamasının ya da başlangıç teminatlarının kaldırılması gibi daha esnek düzenlemelerin getirilebileceğini belirtmiştir. Bununla birlikte, bu istisnalar çerçevesinde yapılan işlemlerin kamuoyuna beyan edilmese dahi ilgili otoritelere bildirilmesini tavsiye etmiştir.

Açığa satış ile ilgili olarak Avrupa Birliği nezdinde Avrupa Sermaye Piyasası Düzenleyicileri Komitesi (CESR) çalışmalar yapmaktadır. CESR, açığa satış işlemlerinde şeffaflık uygulamalarıyla ilgili bir rapor hazırlamış, Temmuz 2009'da kamuoyu görüşüne sunmuştur. Mart 2010'da CESR, "Avrupa Çapında Açığa Satış İşlemlerinde Kamuyu Aydınlatma Modeli (Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime)" adlı tavsiye raporunu yayınlamıştır. Bu tavsiyeler, yakın zamanda çoğu Avrupa ülkesinin açığa satış ile ilgili yeni düzenlemelerine baz teşkil etmiştir.

AB'deki borsa ve alternatif işlem sistemlerindeki açığa satış işlemlerine yönelik hazırlanan rapor, brüt yerine net açığa satış pozisyonlarının açıklanmasını daha anlamlı bulmaktadır. Modele göre, bir menkul kıymet üzerindeki net açığa satış pozisyonları şirket sermayesinin %0,2'sinin üzerindeyse düzenleyici otoriteye bildirilmesi, bu oran %0,5'i aşarsa tüm piyasaya beyanı tavsiye edilmiştir. Ayrıca bu oranların üzerinde her %0,1 ek (%0,3, %0,4 gibi) net pozisyonların da bildirilmesini önermiştir. Bildirim ve beyanlarda, açığa satış yapan yatırımcının, açığa satış yapılan menkul kıymet ihraççısının, açığa satış miktarının ve takas zamanının açıkça belirtilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Raporda, net pozisyonlar hesaplanırken, hisse senetlerinin yanı sıra bu hisse senetlerini dayanak alan organize ya da tezgahüstü piyasalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri, borsa yatırım fonları gibi ürünlerin de hesaplama dahil edilmesi gerektiği belirtilmiştir. Pozisyonların günlük olarak bildirilmesi beklenirken, piyasa yapıcılığı faaliyetlerine yönelik çeşitli istisnaların olabileceği belirtilmiştir. Bunun haricinde, üye ülkelerde farklı uygulamalardan dolayı, bildirim ya da beyanların hangi kurum tarafından yapılacağı (borsa veya aracı kurum gibi) belirtilmemiştir.

CESR raporunda açığa satış işlemlerinde şeffaflık rejimine odaklanılırken, açığa satışıdaki diğer kısıtlamalara ilişkin görüş bildirilmemiştir. Bununla birlikte, bazı üyelerin geçici önlemlere (çıplak açığa satışın yasaklanması, finans sektörü şirketlerindeki net pozisyon artışının yasaklanması vb.) ihtiyaç duyabileceği belirtilmiştir. CESR, diğer kısıtlamalara yönelik uyumlaştırıcı bir uygulamanın gerekip gerekmediği konusunda henüz bir karar vermediğini söylemiştir.

15 Eylül 2010'da Avrupa Komisyonu, tezgahüstü piyasalardaki türev ürünler, kredi temerrüt swapları ve açığa satışla ilgili üye ülkelerde şeffaflığı artırıcı ve uyumlaştırıcı bir politika önerisi sunmuştur. Açığa satışla ilgili öneride, CESR'in sunduğu bildirim ve beyan zorunluluğunun yanı sıra, borsalarda işlem gören hisse senedi ve hisse senedi türev işlemlerinin açığa satış olduğunun işaretlenmesi önerilmiştir. Net pozisyon hesaplanmasında, türev ürünler ile kredi temerrüt takaslarının da yer alması gerektiği söylenmiştir. Ayrıca, ilgili otoriteye; AB ülkeleri tarafından ihraç edilen kamu tahvillerinde yapılan net açığa satış pozisyonlarının da bildirilmesinin yararlı olacağı belirtilmiştir.

Açığa satış işlemlerine ilişkin şeffaflığı artırıcı önlemlerin yanı sıra, diğer kısıtlamaların (çıplak açığa satışın yasaklanması, çeşitli sektörlerdeki sınırlamalar vb.) yeni oluşan Avrupa Menkul Kıymet ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority-ESMA) önderliğinde uyumlu bir şekilde yapılması düşünülmektedir. Ayrıca, fiyatlarda aşırı düşüşün olduğu hisselerde ulusal otoritelerin ilgili hisselerde açığa satış önlemesini sağlayan düzenlemelerin getirilmesi önerilmiştir.

Aynı taslakta, ileride değinilecek olan ABD'deki "yerini gösterme-locate" uygulamasına benzer şekilde, hisse senetleri ve AB kamu borçlanma araçlarına yönelik açığa satışlarda, ödünç alınacağına dair belgeleme zorunluluğu yer almaktadır. Yine ABD'deki uygulamaya benzer şekilde, açığa satışa ilişkin teslimatın 4 gün içerisinde (piyasa yapımcıları için 6 gün) yapılmadığı pozisyonların merkezi takas kurumu tarafından kapatılması önerilmektedir. ABD'den farklı olarak, uygulama bütün hisse senetlerinin yanı sıra AB kamu borçlanma araçları için düşünülürken, pozisyonun kapatılması sorumluluğunun aracı kurum

yerine merkezi takas kurumuna verilmesi planlanmaktadır.

İlgili taslak halihazırda Avrupa Parlamentosunun onayına sunulmuşken, taslağın onaylanması halinde 1 Temmuz 2012'den itibaren uygulamaya geçileceği bildirilmiştir.

II. SEÇİLMİŞ ÜLKELER

Bu bölümde çeşitli ülkelerdeki açığa satış uygulamaları detaylandırılacaktır.

A. ABD

ABD, açığa satış işlemleriyle ilgili en eski ve detaylı düzenlemelere sahip ülkelerden biridir. Ülkede ABD sermaye piyasası otoritesinin (SEC) yanı sıra özdüzenleyici kuruluş olarak ABD Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi (FINRA) ve çeşitli borsalar bu işlemlerle ilgili düzenleme yapmıştır.

SEC, ilk defa 1934 Menkul Kıymetler yasasında açığa satış tanımlamıştır. Bu yasaya göre fiyat sınırlamaları (uptick rule) getirilerek, düşen piyasalarda açığa satış işlemleri engellenmeye çalışılmıştır. Aynı düzenlemede çıplak açığa satış, ödünç alınmadan ya da ödünç almak için herhangi bir anlaşmada bulunmadan yapılan açığa satış olarak tanımlanmıştır.

2003 yılına kadar ABD sermaye piyasasında açığa satış düzenlemelerine ilişkin önemli değişiklik olmamış, 2003'te başlatılan pilot uygulamaların ardından 2005 yılında SEC, açığa satış ile ilgili yeni bir düzenleme getirmiştir. Yeni düzenleme daha çok takas sırasında meydana gelebilecek problemlerin azaltılmasına ve manipülasyon amaçlı çıplak satışların engellenmesine odaklanmıştır.

"Yerini Göster (Locate)" ve "Temerrüt Kapatma (Close Out)", açığa satışla ilgili 2005 yılındaki düzenleme ile getirilen yeni şartlardandır. "Yerini göster" ile kastedilen açığa satış yapacak yatırımcının söz konusu hisse senedinin eline vaktinde ulaşacağına dair veya ödünç alabileceğine dair gerekli belge ve bilgilendirmeyi yapabilecek durumda olmasıdır. Bu uygulama sadece hisse senetleri için geçerlidir.

Aracı kurum, takas zamanında söz konusu menkul



kiymeti teslim edeceğine emin olduğu yatırımcının açığa satış emrini belgeleme olmaksızın gerçekleştirilmektedir. Yerini göstermenin yapılmadığı açığa satışlar çıplak açığa satış olarak değerlendirilmekte olup, piyasa yapımcıları için serbest bırakılmıştır. Ancak, piyasa yapımcıları sadece bu yükümlülüğünü yerine getirmek için bu istisnadan yararlanabilmekte olup, spekülasyon amaçlı işlemleri için ilgili belgelemeyi yapmak durumundadır. SEC, belgeleme olmaksızın yapılan işlemlere yönelik açığa satış yapılan hisse senedinin kolay ödünç alınabilen hisseler içerisinde yer almasını tavsiye etmiştir.

Diğer bir düzenleme olan "Temerrüt kapatma" ile takas işlemlerine ilişkin ek yükümlülükler getirilmiştir. Bu yükümlülükler "eşik menkul kıymetler (threshold securities)" olarak tanımlanan temerrüde düşmüş menkul kıymetlere ilişkin getirilmiştir. Teslim tarihinden itibaren, 5 takas günü boyunca en az 10.000 hisse adedinin ve toplam hisselerinin %0,5'inin takası yapılmamış menkul kıymetler, eşik menkul kıymetler listesinde ilgili borsalarda günlük olarak yayınlanmaktadır.

SEC, 13 takas günü boyunca bu listede kalan eşik menkul kıymetlere ait açığa satış pozisyonunu kapatması sorumluluğunu aracı kuruma bırakmıştır. Pozisyonun kapatılmasına kadar SEC, aracı kurum ve ilgili yatırımcının bu listedeki menkul kıymetlerde yeni bir çıplak açığa satış yapmasına müsaade etmemektedir. Opsiyon piyasalarındaki piyasa yapımcılarının bu listedeki hisselerde korunma amaçlı yap-

tıkları çıplak açığa satışlara izin verilmekteydi. Ancak bu istisna 2008'de kaldırılmıştır.

Türkiye'deki aracı kuruluşların takas işlemlerine ilişkin yükümlülüklerine bakıldığında, teslimatın T+3'e kadar gerçekleşmediği takdirde, T+3'te İMKB tarafından re'sen alım (buy-in) işleminin yapıldığı görülmektedir. Temerrüde düşen hisse, elektronik ortamda piyasa fiyatıyla alınır. Bu alım işlemi ile temerrüt tutarı arasındaki fark da temerrüde düşen aracı kuruluş tarafından kapatılmaktadır. Ayrıca aracı kuruluşun takasın neden gerçekleşmediğine dair İMKB'ye açıklama sunması gereklidir.

Tekrar ABD'deki düzenlemeye bakarsak, Temmuz 2007'de SEC'in açığa satış düzenlemelerinde önemli bir değişiklik yaptığı ve fiyat sınırlaması (uptick rule) uygulamasını kaldırdığı görülmektedir.

ABD'de borsa ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören menkul kıymet ve türev ürünler açığa satışa konu olabilmektedir.

ABD'de bildirimler hem SEC'e hem de özdüzenleyici kuruluşlara yapılmaktadır. Kurumsal yatırımcılar, şirket sermayesinin %0,25'ini aşan veya tutarı 10 milyon ABD\$'ı aşan açığa satış işlemlerine ilişkin detayları (günlük yapılan açığa satış, gün sonu net pozisyonu vb.) haftalık olarak SEC'e bildirirler.

ABD'de açığa satış yapan aracı kurumlar, menkul kıymetleri genel olarak saklama bankaları veya portföy yönetim şirketlerinden ödünç almaktadırlar. Ay-

rica, aracı kurumlar müşterilerinden de ödünç hisse senetleri alabilmektedir. Birincil halka arzlarda, ilgili menkul kıymetin ilk işlem ayında açığa satışına izin verilmemektedir. Girilen emirlerin açığa satış olduğunun işaretlenmesi gerekmektedir.

Küresel krizin baş göstermesiyle SEC, 2008 yılından itibaren bu işlemlere yönelik hem geçici hem de kalıcı kısıtlamalar getirmiştir. Mart 2008'de SEC Başkanı Mary L. Schapiro açığa satışa ilişkin şikayetlerin arttığını, kötü niyetli açığa satışları engellemek için yeni sınırlamaların getirileceğini belirtmiştir. Başkan, günlük olarak dolaşımdaki hisse senetlerinin (normal satış ve açığa satış işlemleri dahil) ortalama %1'inin (yaklaşık 1 milyar \$ tutarında) temerrüde düştüğünü tahmin ettiklerini belirtmiştir.

2008 Temmuz ortasında olağanüstü hal ilan eden SEC, içinde Fannie Mae ve Freddie Mac'in de olduğu belirli hisse senetlerinde çıplak açığa satış 12 Ağustos 2008'e kadar yasaklamıştır. Lehman Brothers'ın iflasının ardından 19 Eylül 2008'de de 799 mali kuruluşa ait hisse senetlerinde çıplak açığa satış işlemlerini 3 haftalığına yasaklamıştır.

Aracı kurumlar açığa satış yapılan bütün hisse senetlerindeki net pozisyonlarını borsa ve FINRA'ya 2 ayda bir bildirmektedir. Krizle birlikte, SEC açığa satış işlemlerine ilişkin şeffaflığı artırmak için 2009 yılında özdüzenleyici kurumların açığa satış detaylarını günlük ve aylık bazda yayınlamasını istemiştir. Bunun üzerine FINRA ve borsalar, gün içinde gerçekleşen açığa satış işlemlerini hisse senedi bazında yayınlamaya başlamıştır. Benzer şekilde SEC 2009 Temmuz'dan itibaren, temerrüde düşen bütün hisseleri ve detaylarını (açığa satış işlemlerinden kaynaklanan temerrütler dahil) yayınlamaya başlamıştır.

2009 Nisan'da SEC, açığa satışta fiyat sınırlaması konusunu kamuoyu görüşüne sunmuştur. Sonuçta, Şubat 2010'da gün içinde fiyatı %10 düşen menkul kıymetlerde açığa satışları yasaklayan yeni bir fiyat sınırlaması (alternative tick rule) uygulamaya girmiştir.

B. İngiltere

Açığa satış ile ilgili çalışmaların yoğun olduğu bir diğer ülke İngiltere'dir. 2002'den önce açığa satışla il-

gili bir düzenlemeye sahip olmayan İngiltere'de, sermaye piyasası düzenleyici otoritesi FSA, bu konuya ilişkin ilk defa Ekim 2002'de bir tartışma metni yayınlamıştır. Bu raporda açığa satışın piyasaya katkıları üzerinde durulmuş ve bu işlemler bir yatırım faaliyeti olarak tanımlanmıştır. Raporda ayrıca, açığa satışın potansiyel risklerine karşı şeffaflığın önemli olduğu belirtilirken, bu konuda İngiltere merkezi saklama kurumu olan CREST tarafından, her bir hisse senedinin açığa satışına ilişkin takas temerrütlerinin kamuoyuna açıklanmasının yararlı olduğu bildirilmiştir.

Ancak kriz döneminde FSA, bu işlemlerin ortaya çıkaracağı risklere odaklanmış, geçici ve kalıcı kısıtlamalara gitmiştir. Temmuz 2008'de geçici bir düzenleme ile otoritenin belirlediği finans sektöründeki şirketlerde, hisse senedi bazında şirket sermayesinin %0,25'ini aşan net açığa satışların günlük olarak açıklanması istenmiştir. Bu düzenlemeye yönelik daha sonra ek bir yükümlülük getirilmiştir. Buna göre, şirket sermayesinin %0,1'i kadar yeni (%0,35, %45 vb.) net açığa satışların da bildirilmesi istenmiştir.

Yine geçici bir düzenleme ile, Eylül 2008'de finans sektörü hisselerindeki herhangi bir yatırımcıya ait net kısa pozisyonların artışı yasaklanmıştır. Yasak 16 Ocak 2009'da sonlanmıştır.

Öte yandan, FSA kriz döneminde aldığı kamuyu aydınlatma önlemlerine yönelik uygulamaları devam ettireceğini duyurmuştur. Halihazırda 30 finans sektörü şirketi tarafından ihraç edilen hisse senedi ve bunlara dayalı menkul kıymete ilişkin bildirim yükümlülüğü bulunmaktadır.

İngiltere'de genellikle diğer Avrupa ülkelerinde gö-



rüldüğü gibi, açığa satış işlemlerine ilişkin bildirimleri yatırımcılar yapmaktadır. Yatırımcılar işlem gören ilgili şirkete ilişkin açığa satış pozisyonlarını elektronik sisteme bildirmektedir.

İngiltere’de spot ve türev piyasalarında işlem gören menkul kıymetler açığa satılabilmektedir. Uygulamada hisse senetleri, borsa yatırım fonları, borçlanma araçlarının yanı sıra özellikle son yıllarda türev ürünler (hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, endekse dayalı opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri, fark sözleşmeleri-CFD, toplam getirilerin takası-total return swaps, spread bets vb.) açığa satışa konu olabilmektedir.

İngiltere’de ve ileride incelenecek olan ülkelerdeki açığa satış işlemlerine (işaretleme uygulaması olmadığı için) yönelik verilere ulaşamamıştır. Bununla birlikte, Avrupa Komisyonunun açığa satışla ilgili yeni uyumlaştırıcı düzenlemelerinin yer aldığı ve Eylül 2010’da sunduğu taslağa göre (ödünç işlemlerini baz alarak) Avrupa’daki açığa satış işlemlerinin toplam piyasa değerinin yaklaşık %1-3’ü seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

C. Almanya

Almanya’da krizden önce açığa satış işlemlerine yönelik önemli bir düzenleme bulunmamaktaydı. Herhangi bir bildirim zorunluluğu yoktu. Bu işlemlerde en önemli kısıtlama yatırım fonlarına yönelikti. Hedge fonlar dışındaki yatırım fonlarının açığa satış yapmasına izin verilmiyordu.

Krizle birlikte, Almanya’da da bu işlemlere yönelik çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. 19 Eylül 2008’de, belirlenen finans kurumlarının hisse senetlerinde açığa satışlar yasaklanmış ve bu yasak 31 Ocak 2010’a kadar devam etmiştir. Ancak yasak sadece hisse senetlerini içermiş, bu hisseleri dayanak alan vadeli işlem sözleşmesi, opsiyon ve swap gibi diğer ürünler kapsam dışında kalmıştır.

25 Mart 2010’da Almanya sermaye piyasası düzenleyicisi BaFin, yeni bir düzenleme ile belirli şirketlerin açığa satışlarına ilişkin bildirim zorunluluğu getirmiştir. Otoritenin belirlediği 10 finans kurumuna

ait hisselerdeki net açığa satış pozisyonları, toplam hisselerin %0,2’sini aştığı zaman bildirim yapılması istenmiştir. Bildirilen pozisyon kapatılıp söz konusu oran %0,2’nin altına düştüğü zaman da bildirim yapılmaktadır. Bildirimlerin yatırımcılar tarafından günlük olarak BaFin’e yapılması istenmiştir. Ayrıca, bildirimin ardından net pozisyonun toplam hisseler oranında %0,1’lik her yeni artış (%0,3 ve %0,4’e çıktığında) için ek bildirim yapılması zorunlu tutulmuştur. Bu oran %0,5’e ulaşana kadar kamuya açıklanmamakta, %0,5’i aştığı zaman da BaFin’in internet sitesinde yayınlanmaktadır.

Net pozisyon hesaplanırken, alternatif işlem sistemleri ve yurtdışındaki piyasalarda işlem gören hisse senetlerinin yanı sıra, bu hisseleri dayanak almış yapılandırılmış ürünler de dahil edilmektedir. Bu düzenlemenin 31 Ocak 2011’e kadar yürürlükte kalacağı bildirilmiştir.

18 Mayıs 2010’da BaFin, çıplak açığa satışa ilgili yeni bir kısıtlama getirmiştir. Buna göre, belirlenmiş finans sektörü kurumlarının (halihazırda 10 şirket) menkul kıymetleri (hisse senedi ve diğer ürünler), Almanya’da işlem gören Avro bölgesi ülkelerinde ihraç edilen kamu borçlanma araçları ve kredi temerrüt swaplarında çıplak açığa satışlar yasaklanmıştır. Yasak 31 Mart 2011’e kadar devam edecektir.

Bu uygulamaların yanı sıra 2 Haziran 2010’da Alman Hükümeti, işlem gören tüm hisse senetlerini, Avro bölgesinde ihraç edilen belirli borçlanma araçlarını ve kredi temerrüt swaplarını kapsayacak şekilde çıplak açığa satışı yasaklayan tasarımı onaylamıştır. Halen yürürlükte olan geçici bildirim düzenlemelerini kalıcı hale getiren bu tasarı meclis onayına sunulmuştur. Tasarı kabul edildiği takdirde uygulamanın 26 Mart 2012’de yürürlüğe girmesi planlanmaktadır.

Almanya’da açığa satışı yapılacak finansal ürünler mevzuatta kısıtlanmamışken, diğer ülkelere benzer şekilde hisse senetleri, borsa yatırım fonları ve borçlanma araçlarının yanı sıra, borsa ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev ürünlerde (vadeli işlem sözleşmesi, opsiyon, swap, kredi temerrüt takasları vb.) açığa satış yapılmaktadır.

D. Fransa

Eylül 2008'den önce Fransa'da açığa satışa ilişkin kısıtlama bulunmuyordu. 2008 sonunda diğer ülkelerde açığa satışla ilgili yapılan değişiklikler ile beraber Fransa'da da çeşitli düzenlemelere gidilmiştir. Fransa sermaye piyasası otoritesi AMF, 19 Eylül 2008'de Fransa'daki organize ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören, AMF'nin belirlediği 15 finans şirketine ait hisselerde çıplak açığa satışı yasaklamıştır. Piyasa yapımcıları ve likidite sağlayıcıları için istisna tanınmıştır.

Bu düzenlemeler başlangıçta 3 ay için geçerli olacaktı. Ancak, 19 Aralık 2008'de mevcut düzenlemelerin devamına karar verilmiştir. 24 Temmuz 2009'da alınan kararla, uygulamanın önce Ocak 2010'a kadar uzatılması, ardından yeni bir kararla kalıcı bir rejimin uygulamaya konulmasına kadar devam edeceği belirtilmiştir.

Yine diğer Avrupa ülkelerine benzer şekilde bildirim zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, AMF'nin belirlediği ilgili hisselerdeki net açığa satış pozisyonu toplam sermayenin %0,2'sini aştığı zaman yatırımcıların düzenleyici otoriteye (AMF) günlük olarak bildirim yapması gerekmektedir. Şirket bazında net açığa satış pozisyonları aylık olarak veri yayın şirketlerince yayınlanmaktadır.

Fransa'da bankacılık ve finansal düzenlemeye yönelik oluşturulan yeni kanun taslağı Temmuz 2010'da meclis ve senatonun onayına sunulmuştur. Taslağın içerisinde açığa satış işlemlerine ilişkin, mevcut uygulamalar doğrultusunda kalıcı düzenlemeler yer almaktadır.



E. Hong Kong

Yukarıda ele alınan Avrupa ülkelerinin aksine, Hong Kong'da açığa satışa ilişkin kısıtlamalar krizden önce de vardı. 1994'de Hong Kong Borsası açığa satış işlemlerini düzenlemek için pilot uygulama başlatmıştır. Fiyat sınırı (uptick rule) getirilerek belirli menkul kıymetler için açığa satışa izin verilmiştir.

Açığa satışa konu olan menkul kıymetin satışı sırasında, ya ödünç alınması gerekir ya da karşı taraftan ödünç alabileceğine dair bir belge temin edilmesi istenmektedir. Bir diğer ifadeyle, Hong Kong'da çıplak açığa satışa izin verilmemektedir. Bununla birlikte, piyasa yapımcılarının bu yükümlülüklerini yerine getirmek için yaptıkları çıplak açığa satışlara izin verilmektedir.

Açığa satış işlemlerine ilişkin teslimatın zamanında (T+3) yapılmaması durumunda aracı kurum açık pozisyonu kapatmakla yükümlüdür.

Açığa satışa konu olacak şirketler Hong Kong Borsasında belirlenmektedir. İlgili şirketlerin listesi Hong Kong Borsasında yayınlanırken, çeyrek dönemler bazında revize edilmektedir. Eylül 2010 itibarıyla 581 şirket (yaklaşık olarak 1.500 şirket arasından) bu listede yer almaktadır.

Açığa satışa konu olacak hisse senetlerinin belirli bir piyasa değerinin ve işlem hacminin üzerinde olması gerekmektedir. İlk defa halka arz edilen şirketler de 20 günün sonunda bu yükümlülükleri yerine getirdiğinde açığa satışa konu olabilmektedir.

Borsada işlem gören hisse senetleri ve endekse dayalı türev araçlar ile yapılandırılmış araçlara dayanak teşkil eden hisse senetleri ve söz konusu ürünler açığa satılabilmektedir. Hong Kong sermaye piyasası otoritesince onaylanan borsa yatırım fonları da açığa satışa konu olabilmektedir.

Nisan 2009'da Hong Kong sermaye piyasası otoritesi açığa satışa ilişkin bir araştırma raporu hazırlamıştır. Raporda, ülkede mevcut açığa satış düzenlemelerinin potansiyel risklerden koruyacak seviyede olduğu belirtilmiştir.

Hong Kong Borsasında Açığa Satış İşlemleri		
	Hisse Sayısı (Mn. Adet)	İşlem Hacmi (Mn. HK\$)
2005	16,148	147,500
2006	40,122	384,007
2007	93,232	1,309,709
2008	109,239	1,315,651
2009	87,320	854,391
2010/11	86,788	999,188
Kaynak: Hong Kong Borsası		

Hong Kong Borsasında 2009 yılında 854 milyar HK \$'lık açığa satış işlemi gerçekleştirilirken, 2010'un ilk 11 ayında işlem hacmi 1 trilyon HK \$'a yaklaşmıştır. Bu rakam borsadaki toplam işlemlerin %5'ine denk gelmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Sahip olunmayan bir sermaye piyasası aracının satışı anlamına gelen açığa satış işlemleri uzun yıllardan beri piyasalarda kullanılan bir yatırım stratejisidir. İleride fiyat düşüşü beklentisi ile yapılan açığa satış işlemlerinde, beklentinin gerçekleşmesi ile yatırımcı açığa sattığı aracı, teslim tarihinde daha ucuz fiyata satın alarak, fiyat farkından kazanç sağlamaktadır.

Açığa satış işlemleri, fiyat düşüşlerinde de işlem hacmi yaratarak piyasa likiditesini sağladığı gibi, fiyatların dengelenmesine yardımcı olmaktadır. Türev ürünlerde riskten korunmak için yapılan açığa satışlar arbitraj

işlemlerine de konu olabilmektedir. Ayrıca bu işlemler birçok yapılandırılmış ürünün üretilmesine baz teşkil edebilmektedir. Öte yandan, açığa satış işlemleri fiyattaki düşüşleri hızlandırması, manipülasyon amaçlı kullanabilmesi ya da teslimatın zamanında gerçekleştirilmemesi gibi bir takım riskler taşımaktadır.

Piyasaya olumlu etkilerinden dolayı birçok ülke açığa satış işlemlerini serbest bırakmış, çeşitli düzenlemeler vasıtasıyla olası riskler azaltmaya çalışmıştır. Krizle beraber bu işlemlere ilişkin tartışmalar artmış, uluslararası alanda çalışmalar başlatılmış, öneriler sunulmuştur. Ülkeler bu tavsiyeler ışığında mevcut düzenlemelerini revize etmişlerdir. Sermaye piyasası yapılarına göre farklı uygulamalar ve yaklaşımlar mevcuttur. Bazı ülkeler ödünç alınmadan yapılan açığa satışları (çıplak açığa satış) yasaklarken, bazı ülkelerde sektör ya da hisse senedi kısıtlamaları getirilmiştir.

Fiyatlardaki düşüşü engellemek için, açığa satış fiyatının mevcut fiyatın üstünde olması gibi (uptick rule) fiyat sınırlamaları da getirilmiştir. Başlangıç teminatı istenmesi, ya da emrin gerçekleştiği anda işaretlenmesi gibi farklı kısıtlamalar da mevcuttur.

Gerek ulusal, gerekse IOSCO, CESR gibi uluslararası otoriteler, bu işlemlere ilişkin şeffaflığın artırılmasının etkin bir piyasa için önemli olduğunu düşünmektedir. Bu nedenle bildirim zorunluluğu yaygın olarak kullanılmaktadır. Bildirim zorunluluğu, genel olarak bir hisse senedindeki net açığa satış pozisyonları şirket sermayesinin belirli bir oranını aşınca açıklanması şeklindedir. Bildirimi yapan taraflar ve bildirimin yapıldığı kurumlar değişebilmektedir. Bildirimler yatırımcı veya aracı kurum tarafından düzenleyici otorite, borsa veya özdüzenleyici kurumlara yapılmaktadır.

Özellikle kriz dönemlerinde açığa satışa ilişkin kısıtlamaların arttığı görülmektedir. Bu kısıtlamalar kalıcı veya geçici olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin Eylül 2008'de geçici olarak getirilen kısıtlamalar genelde finans kesimindeki hisse senetlerine yönelik açığa satışların yasaklanması şeklinde olmuştur. Belirli dönemlik bu sınırlandırmalarda ülkeler birbirini takip etmiş ve ardından yasakları kaldırmışlardır. Bildirim zorunluluğuna ilişkin getirilen düzenlemeler daha kalıcı olmuştur.



Açığa Satışa İlişkin Düzenlemeler			Fiyat Sınırlaması	Otoriteye Bildirim	Kamuya Beyan	İşaretleme Zorunluluğu
Ülke	Açığa Satış Kısıtlamaları					
ABD	*Gün içinde fiyatı %10 ve daha fazla düşen hisselerde açığa satış işlemleri yasaklanmıştır. *Manipülatif amaçlı çıplak açığa satış yasaklanmıştır. *Açığa satış öncesi yerini gösterme zorunluluğu vardır. *Temerrüte düşen belirli hisselerle ilişkin ek takas yükümlülükleri (temerrüt kapatma) getirilmiştir.	Var		*Kurumsal yatırımcılar, şirket sermayesinin %0,25'ini aşan veya tutarı 10 milyon ABD dolarını aşan açığa satış işlemlerine ilişkin detayları SEC'e bildirmektedir. *Aracı kurumlar açığa satış işlemlerini ilgili borsa ve FINRA'ya bildirmektedir.	*Borsa ve/veya FINRA günlük ve aylık bazda açığa satış işlemlerini yayınlamaktadır.	Var
AB (CESR taslağı)	-	-		*Bir hissedeki net açık pozisyon, şirket sermayesinin %0,2 ve üzerinde ise ilgili otoriteye günlük olarak bildirilmelidir. *Bu orana ek %0,1'lik net pozisyon artışında ek bildirim gereklidir.	*Söz konusu oran %0,5'in üzerine çıkarsa kamuya duyurulmalıdır.	-
İngiltere	*FSA'nın belirlediği finans sektörü şirketleri ve bu şirketlere ait diğer menkul kıymetlerde çıplak açığa satış işlemleri yasaklanmıştır.	Yok		*FSA'nın belirlediği finans sektörü şirketlerindeki net açık pozisyon, şirket sermayesinin %0,25'inin üzerinde ise yatırımcı ilgili otoriteye bildirmelidir.	Yok	Yok
Almanya	*BaFin'in belirlediği finans sektörü şirket hisseleri ve menkul kıymetler ile Avro bölgesi ülkelerinde ihraç edilen borçlanma araçları ve kredi temerrüt swaplarında çıplak açığa satış işlemleri yasaklanmıştır.	Yok		*BaFin'in belirlediği finans sektörü şirketlerindeki net açık pozisyon, şirket sermayesinin %0,2'sinin üzerinde ise yatırımcı ilgili otoriteye bildirmelidir. *Bu orana ek %0,1'lik net pozisyon artışında ek bildirim gereklidir.	*Söz konusu oran %0,5'in üzerine çıkarsa kamuya duyurulmalıdır.	Yok
Fransa	*AMF'nin belirlediği finans sektörü şirket hisseleri ve bu şirketlere ait menkul kıymetlerde çıplak açığa satış işlemleri yasaklanmıştır.	Yok		*AMF'nin belirlediği finans sektörü şirketlerindeki net açık pozisyon, şirket sermayesinin %0,2'sinin üzerinde ise yatırımcı ilgili otoriteye bildirmelidir.	Yok	Yok
Hong-Kong	*Otoritenin belirlediği menkul kıymetler üzerinde açığa satışa izin verilmiştir. Çıplak açığa satış yasaklanmıştır.	Var		Yok	*Borsa günlük bazda açığa satış işlemlerini yayınlamaktadır.	Var
Türkiye	*Başlangıç ve sürdürme teminatı vardır.	Var		Yok	*Borsa günlük bazda açığa satış işlemlerini yayınlamaktadır.	Var

Kaynak: Deutsche Bank, İlgili Otoriteler

Açığa satış işlemlerine ilişkin düzenlemeleri özet bir tabloda karşılaştırma imkanı bulduğumuzda, Avrupa ülkelerindeki uygulamaların benzer şekillendiğini, fiyat sınırlaması ve açığa satış sırasında işaretleme zorunluluğunun bulunmadığı görülmektedir. Kamuyu aydınlatma konusunda, net açığa satış pozisyonları belirli bir oranı aştıktan sonra hisse senedi bazında bildirim zorunluluğu getirilmiştir. Açığa satış işlemlerine ilişkin en eski ve detaylı düzenlemelerin olduğu ABD’de, yerini gösterme ve temerrüt kapatma gibi uygulamalar ile takas sırasında meydana gelecek problemlerin azaltılmasına yönelik önlemler alındığı görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Extension of the Short Selling Disclosure Obligation, Financial Services Authority-UK, Haziran 2009
- Harmonized European Short Selling Disclosure Regime Proposed, Scott Hirst, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Nisan 2010
- Model of Pan-European Short Selling Disclosure Regime, CESR, Mart 2010
- New Short Sale Regulations in Germany, Jochen Tyrolt, Gless Lutz, 2 Haziran 2010
- Regulation of Short Selling Consultation Report, IOSCO, Mart 2009
- Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps, Avrupa Komisyonu, Eylül 2010
- Regulatory Guide-Short Selling, Australian Securities & Investments Commission, Nisan 2010
- Report on Transparency of Short Selling, IOSCO, Haziran 2003
- Short Sellers and Investor Protection, Josh Galper, World Federation Exchange, Ocak 2009
- Short Selling, Financial Services Authority-UK, Ekim 2002
- Short Selling-Important Business in Need of Globally Consistent Rules, Deutsche Bank Research, Mart 2010
- Short Selling Restrictions-Update, DrinkerBiddle,

Ağustos 2009

- Short Selling Rules, The Global Picture, Clifford Chance, Haziran 2009
- The Impact of Short Selling Restrictions on Liquidity: Evidence from the London Stock Exchange, Matthew Clifton, Ocak 2009
- UK Rules on Short Selling, Marthyn Hopper, Herbert Smith, 9 Haziran 2010
- Working Group on Short Selling Report, Autorite des Marchés Financiers-France, Şubat 2009

ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu:
www.sec.gov

ABD Finans Sektörü Düzenleme Otoritesi:
www.finra.org

Almanya Federal Finansal Düzenleyici Otoritesi:
www.bafin.de

Avrupa Sermaye Piyasası Düzenleyicileri Komitesi:
www.cesr-eu.org

Fransa Finansal Piyasalar Otoritesi:
www.amf-france.org

Hong Kong Borsası: www.hkex.com.hk

Hong Kong Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu: www.sfc.hk

İngiltere Finansal Hizmetler Kurulu:
www.fsa.gov.uk

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü:
www.iosco.org



Efsun Ayça Değertekin
edegertekin@tspakb.org.tr

MERKEZİ KARŞI TARAF

Avrupa Birliği, ABD ve İngiltere başta olmak üzere, birçok ulusal ve uluslararası platformda, 2008 yılında bütün dünyayı etkisi altına alan küresel krizin nedenleri irdelenmiştir. Bu platformlarda üzerinde durulan konulardan biri de tezgâhüstü türev ürünlerin yapısı ve işleyiş mekanizması olmuştur. Tezgâhüstü piyasalara ilişkin getirilen eleştiriler, şeffaf olmayan piyasa koşulları ve yönetilemeyen karşı taraf riski üzerinde yoğunlaşmıştır.

Bu noktada bahsi geçen karşı taraf riski, bir şirketin yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda alacaklısı olan diğer şirketlerin maruz kaldığı risk olarak tanımlanabilir. Tezgâhüstü piyasalardaki karşı taraf riskinin özellikle vurgulanmasının nedeni; işlemlerin iki kurum arasında yürütüldüğü bu piyasalarda kurumlardan birinin yaşayacağı mali darboğazın diğer kurumu da doğrudan etkilemesidir. Nominal değeri Aralık 2007 itibarıyla 600 trilyon \$'ı bulan tezgâhüstü türev piyasalar için karşı taraf riski küçümsenemeyecek kadar büyüktür.

Karşı taraf riskinin en çarpıcı örnekleri 2008 yılında global piyasaları etkisi altına alan kredi kriziyle birlikte görülmüştür. Bu dönemde dünyanın en büyük sigorta şirketlerinden AIG likidite problemi yaşayan kurumlardan olmuştur.

AIG, finans kuruluşlarını ihraç ettikleri CDS'lerin (Credit Default Swap-Kredi Temerrüt Takası) geri ödenmemesine karşı sigortalıyordu. Konut kredilerinin geri ödenmesinde zorluk yaşanmaya başlayınca, AIG'nin finans kuruluşlarına karşı CDS'lerden doğan yükümlülükleri bir anda yükselmiştir. Ancak, yeterli finansal güce sahip olmayan AIG, alacaklısı olan bu kurumlara karşı yükümlülüklerini yerine getirememiştir.

Belirtildiği gibi konut kredilerinde yaşanan olumsuzluklar, yalnızca kredi borcu bulunan yatırımcıları değil, bu kredileri veren bankaları, konut kredilerini menkul kıymetleştirilmiş şekilde satın alan yatırımcı-

ları, ayrıca bu ürünleri sigortalayan sigorta şirketlerini de etkilemiştir. Bir başka ifadeyle, karmaşık yapıya sahip olan borç-alacak zinciri, bir tarafta yaşanan probleminden dolayı kopmuştur.

Kredi balonunun patlaması, tezgâhüstü türev piyasasındaki riskin küçümsendiğini göstermiş, bu piyasanın en büyük oyuncularından Lehman Brothers ve Bear Stearns'in batması, AIG, Fannie Mae ve Freddie Mac'in de dahil olduğu birçok finans şirketinin ise kamulaştırmasıyla sonuçlanmıştır.

Yaşanan bu gelişmelerden sonra tezgâhüstü türev ürünlerin basitleştirilerek belirli standartlara sahip olması gerektiği görüşü oluşmuş, ayrıca bu ürünlerin takası için sermayesi güçlü merkezi karşı tarafların kurulması önerisi getirilmiştir.

Merkezi karşı tarafların, finansal istikrarı destekleyeceği, piyasada oluşan sistemik riski azaltacağı ve ayrıca bu kurumlar nezdinde işleyecek tezgâhüstü piyasanın daha şeffaf bir yapıya bürüneceği dile getirilmiştir. Bu noktada, Finansal İstikrar Kurulu, Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü



ve Uluslararası Ödemeler Bankası gibi küresel sermaye piyasalarındaki düzenleyici sisteme yön veren kurumlar, merkezi karşı taraflar için standartların oluşturulması konusunda çalışmalara başlamıştır.

Bu raporumuzda, merkezi karşı tarafların işleyişi, tezgâhüstü türev piyasasının büyüklüğü ve uluslararası kurumlar nezdinde merkezi karşı taraflar için sunulan öneriler ele alınacaktır.

I. ORGANİZE ve TEZGÂHÜSTÜ PİYASALAR

Organize piyasalar, birden fazla alıcı ve satıcının bir araya geldiği, işlemlerin belirli kurallar ve düzenlemeler çerçevesinde merkezi sistemler üzerinden yapıldığı piyasaları ifade etmektedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve New York Menkul Kıymetler Borsası organize piyasalara örnek olarak verilebilir. Organize piyasalardaki işlemler, ilgili piyasaya üye olan kurumlar arasında gerçekleştirilmektedir.

Organize piyasalarda, ilgili borsalara kote olmuş ve düzenleyici otoritelerin kaydına alınmış ürünler işlem görmektedir. Ürünleri işlem gören şirketler ve işlemlere aracılık yapan finans kuruluşları, hem borsalar hem de düzenleyici otoriteler tarafından denetlenmektedir.

Diğer taraftan tezgâhüstü piyasalarda, işlemler karşılıklı iki kurum arasında yapılmaktadır. Merkezi bir sistem bulunmamakta, işlemlere konu olan kontratların özellikleri kurumlar tarafından belirlenmektedir. Bunun yanında, borsalara kote menkul kıymetlerin de alım-satımı tezgâhüstü piyasalarda yapılabilmektedir.

Tezgâhüstü piyasalar, herhangi bir denetime tabi olmadığı gibi, işlem yapan kurumların finansal yeterlilikleri düzenleyici otoritelerce sorgulanmamaktadır.

II. MUTABAKAT ve TAKAS SÜREÇLERİ

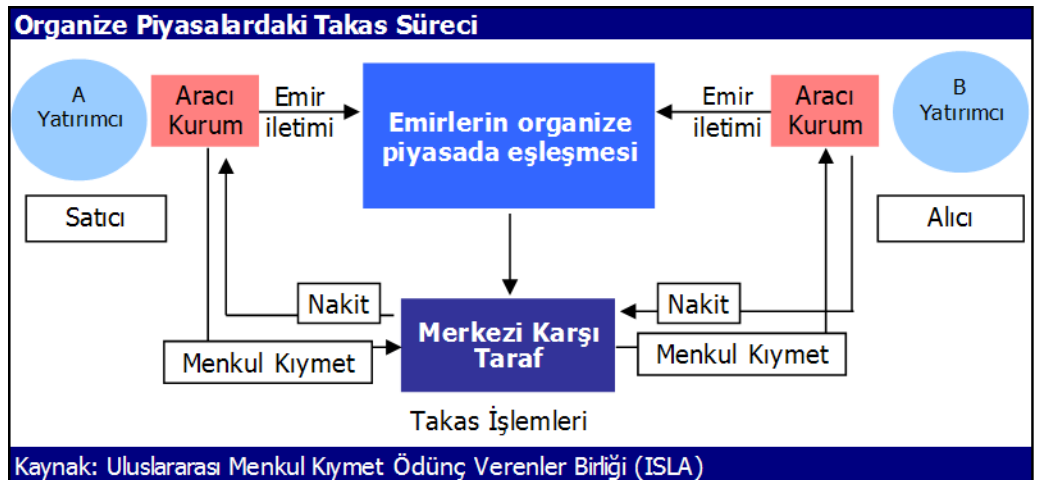
Menkul kıymet işlemlerinde alım-satım sonrası süreç, mutabakat ve takas işlemleriyle devam etmektedir. Mutabakat, bir menkul kıymetin alım-satım işleminin onaylandığı süreç olarak tanımlanmaktadır. Bir başka ifadeyle, alıcı ve satıcıya karşılıklı olarak ne kadar menkul kıymet ve nakit borçlu/alacaklı olduğu bu süreçle iletilmektedir. Takas ise ilgili menkul kıymetin sahipliğinin alıcıya, karşılığı olan nakdin ise satıcıya geçtiği basamaktır.

Takas mekanizması, alım-satım yapılan ürünün işlem gördüğü piyasaya veya ürünün özelliklerine göre farklı işleyişe sahip olabilir. Bu bölümde organize ve tezgâhüstü piyasadaki takas süreçleri incelenecektir.

A. Organize Piyasalarda Mutabakat ve Takas

Organize borsalardaki takas süreci adım adım anlatılacak olursa, örneğin, yatırımcılar hisse senedi alım/satım emirlerini seans saatleri boyunca aracı kurumlara iletmektedir. Borsanın kapanmasıyla birlikte aracı kurumlar tarafından borsaya iletilen bu emirlerden gerçekleşenler, elektronik ortamda ilgili takas kuruluşunun sistemine aracı kurum ve müşteri bazında aktarılmaktadır.

Alım-satım işlemlerinden doğan nakit ve menkul kıymet yükümlülüklerine ilişkin netleştirme, takas şirketleri tarafından gerçekleştirilir.



ketinin bünyesinde yapılmaktadır. Ardından, borç/alacak ilişkisi aracı kurumlara iletilmektedir. Bu yükümlülükler yerine getirildiği zaman, alım-satım süreci tamamlanmaktadır.

Organize borsalarda işlem gören hisse senetleri veya tahvillerin takas süresi için taraflar herhangi bir pazarlık yapamazlar. Takasın ne zaman yapılacağına ilişkin standartlar borsalar tarafından oluşturulmaktadır. Genellikle, bu ürünlerin sahipliği alıcıya 2-5 gün içinde geçmektedir.

Örneğin, İMKB hisse senetleri piyasasında alış-satış işlemlerinin takası, ikinci iş gününün sonunda gerçekleşmektedir. T+2'de Takasbank, hisse senetlerini aracı kurumların hesabına aktarırken, kurumlar da aynı iş günü içinde bu hareketi müşterilerinin hesabına yansıtmak zorundadır.

B. Tezgâhüstü Piyasalarda Mutabakat ve Takas

Kurumlar arası işlemlerde kurumlar kendi aralarında telefon aracılığıyla veya elektronik olarak arz/taleplerini birbirine iletmekte; karşılıklı anlaşmaya varıldığı takdirde işlemler gerçekleşmektedir.

Tezgâhüstü ürünlerin takası, yapılan kontratın özelliklerine bağlı olarak taraflar arasında kararlaştırılmaktadır. Bu noktada, takas süresi uzadıkça, karşı kurumun yükümlülüğünü yerine getirememesine dair risk de artmaktadır. Dolayısıyla, tezgâhüstünde işlem gören bir ürünün, organize borsalara kıyasla temerrüde düşme riskinin daha yüksek olduğu söylenebilir.

Mutabakat ve takas süreçlerinin de aracı kurumlar tarafından gerçekleştirildiği bu işlemlerde, karşı taraf riski iki yöntem kullanılarak minimize edilmeye çalışılmaktadır: kontratın fiyatındaki değişime bağlı

olarak günlük olarak teminatlandırma veya karşılıklı netleştirme.

Günlük teminatlandırma, banka gibi üçüncü bir finans kurumu nezdinde takip edilmektedir. Karşılıklı netleştirme ise, kurumların birbirleriyle arasındaki borç/alacak hesabının netleştirilerek gösterilmesi anlamına gelmektedir.

Tezgâhüstü piyasalarda da merkezi karşı taraf kullanılarak işlemler yapılabilmektedir. Karşılıklı anlaşmaya varan kurumlar takas işlemlerini bu kurumlar aracılığıyla gerçekleştirebilirler. Böylece merkezi karşı taraf, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı gibi pozisyon almaktadır.

Uluslararası kurumlar, aracılar arasındaki tezgâhüstü piyasa işlemleri için imzalanabilecek, uygulanacak esaslara ilişkin hususların belirtildiği, zorunlu olmayan, ancak belirli standartların yer aldığı kontrat örnekleri oluşturmuştur. Bunlardan biri, 1985 yılında kurulan, halihazırda 57 ülkeden 820 kurumun üye olduğu ve tezgâhüstü türev piyasasını temsil eden Uluslararası Swap ve Türev Birliği (International Swaps and Derivatives Association-ISDA) tarafından hazırlanan Ana Anlaşmadır (Master Agreement). Bu Anlaşma, aracı kuruluşlardaki türev işlemlerine yol göstermekte, tarafların sözleşmelerinde bulunması gereken asgari hususların ne olması gerektiğini belirtmektedir.

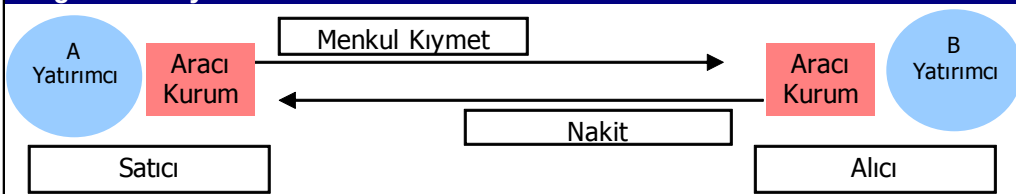
C. Piyasa Yapısına Göre Takas Mekanizmaları Arasındaki Genel Farklılıklar

Tezgâhüstü ve organize piyasalar arasında temel farklılık emirlerin gerçekleşme sürecinde yaşanmaktadır. Organize piyasalarda emirler borsaların sistemine iletilmekte ve genelde işlem yapılan tarafın kimliği bilinmeksizin

alım-satım yapılmaktadır. Bu noktada, kurumlar çok taraflı bir sistem kullandıkları için emri kiminle gerçekleştirdiklerini belirleyememektedir.

Tezgâhüstünde ise ger-

Tezgâhüstü Piyasalardaki Takas Süreci



Kaynak: Uluslararası Menkul Kıymet Ödünç Verenler Birliği (ISLA)

Piyasa Yapısına Göre Takas Mekanizması

	Tezgâhüstü İşlemler	Merkezi Karşı Tarafların Kullanıldığı Tezgâhüstü İşlemler	Organize Piyasalar
İşlemler	Kurumlar Arası	Kurumlar Arası	Merkezi
İşlem Gören Ürün Özellikleri	Standart Olmayan	Standart ve Likit	Standart ve Likit
Fiyat Şeffaflığı	İşlem öncesi fiyatlar belirli değil.	İşlem öncesi fiyatlar belirli değil.	İşlem öncesi fiyatlar belirli.
Piyasa Yapıcısının Önemi	Önemli	Önemli	Sınırlı
Mutabakat ve Takas Karşı Taraf	Kurumlar Arası İlgili Kurum	Merkezi Merkezi Karşı Taraf	Merkezi Merkezi Karşı Taraf
Teminat	Kurumlar Arası	Merkezi	Merkezi
Risk Tamponları	Sermaye	Sermaye ve Teminatlar	Sermaye ve Teminatlar

Kaynak: BIS

çekleştirilen işlemlerde yalnızca iki taraf bulunmaktadır: alıcı ve satıcı. Dolayısıyla, fiyat, takas zamanı ve diğer unsurlar bu iki kurum tarafından belirlenmektedir.

Tezgâhüstü piyasada, kurumlar arasında veya merkezi karşı taraflar aracılığıyla işlem gören ürünlerde piyasa yapıcısının yer alması, zorunlu olmamakla birlikte önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Organize borsalara oranla daha az likit olan bu piyasada, ürünlerin alım satımının yapılabilmesinde piyasa yapıcısı süreci hızlandırabilmektedir. Diğer taraftan birçok alıcı ve satıcının merkezi bir sistem üzerinden işlem yaptığı organize piyasalarda, alış ve satış emirlerinin eşleşmesi daha kolay olabilmektedir.

Takas işlemlerindeki bir diğer önemli konu ise teminatların hangi kurum tarafından nasıl sağlanacağıdır. Kurumlar arası işlemlerde, daha önceden bahsedildiği gibi teminat yükümlülükleri kurumlar arasında yürütülmektedir. Merkezi karşı tarafların veya organize borsaların sisteminde ise, kurumların teminatları ve diğer yükümlülükleri merkezi sistem üzerinden takip edilmektedir. Merkezi karşı tarafların, hem organize hem de tezgâhüstü piyasalarda, işlem yapan kurumlardan aldıkları teminatlarla oluşturdukları teminat havuzları bulunmaktadır. Bu teminat havuzları, karşı kurumun yükümlülüğünü yerine getiremediği durumlarda, bu yükümlülüklerin

karşılanmasında kullanılmaktadır. Ancak, merkezi karşı tarafların kullanılmadığı tezgah üstü işlemlerde bu tür bir mekanizma bulunmamaktadır.

Tabloda yer alan risk tamponları, bir kurumun yaptığı işlemlere bağlı olarak taşıdığı riske karşılık ayırdığı tutarı ifade etmektedir. Kurumlar arası işlemlerde bütün risk kurumlar tarafından taşınmaktadır ve bu riskler sermayeye çeşitli yükler getirebilmektedir. Örneğin, bir kurumun yaptığı işlemlere bağlı olarak

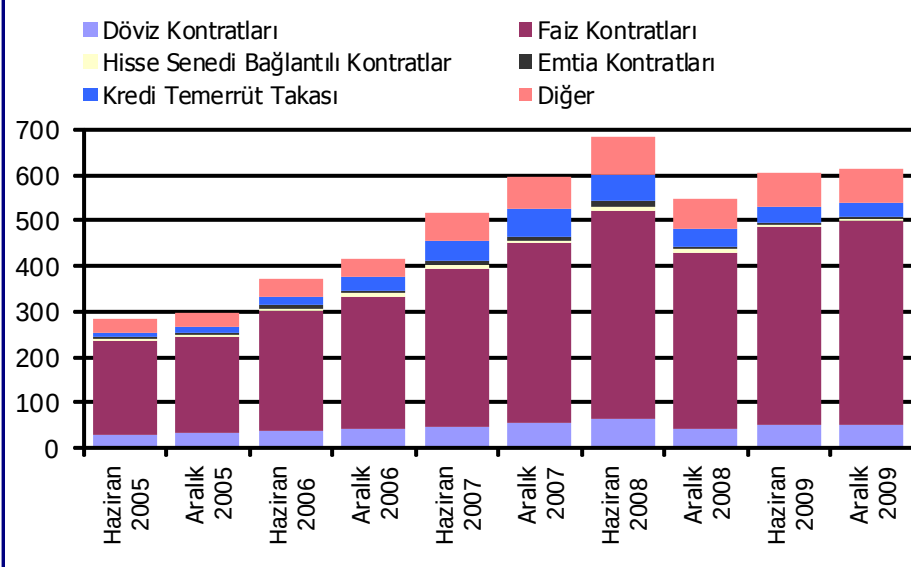
bilançosunda yer alan sorunlu alacaklarının artması borç/özermaye oranının yükselmesine ve ek sermaye ayırmasına neden olabilmektedir. Bu durum kurumlara ek maliyet anlamına gelmektedir.

Ancak, merkezi karşı taraflar kurumlardan aldığı teminatları ve sahip olduğu sermayeyi risk tamponu olarak kullanmaktadır. Dolayısıyla risklerin merkezi karşı taraflar tarafından üstlenildiği bu tür işlemlerde, işlem yapan kurumlara sermaye yeterliliği kapsamında ek bir maliyet doğmamaktadır. Merkezi karşı tarafların tezgâhüstü piyasa işlemlerinde kullanımının teşvik edilmesine ilişkin yapılan açıklamalarda da, bu tarafların finansal piyasalarda yeni bir sistemik risk yaratmaması için, çok güçlü bir sermaye yapısına sahip olması gerektiği belirtilmiştir.

D. Tezgâhüstü Türev Piyasası

Tezgâhüstü türev piyasasına ait büyüklükler Uluslararası Ödemeler Bankasından (Bank for International Settlements-BIS) alınan verilerle oluşturulmuştur.

BIS'in tahminlerine göre 2009 sonunda tezgâhüstü piyasalarda işlem gören türevlerin nominal değeri 615 trilyon \$'dır. Diğer taraftan, Dünya Borsalar Federasyonuna üye borsaların sahip olduğu piyasa değeri ise 2009 sonunda 47 trilyon \$, Uluslararası Para

Tezgâhüstü Türev Ürünlerin Piyasa Değeri (trilyon \$)

Kaynak: BIS

Fonunun Nisan 2010'da yayınladığı World Economic Outlook raporuna göre 182 ülkenin toplam GSYH'sı 58 trilyon \$ civarındadır.

1980'li yıllarda kurulan tezgâhüstü türev piyasasının nominal değeri, artan bir seyir izlemekteydi. Haziran 2008'e kadar devam eden bu yükseliş, finansal krizin etkisiyle 2008'de gerilemiştir.

Aralık 2009 büyüklüklerinde, nominal değeri 450 trilyon \$ olan faize dayalı kontratların en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Bu kontratları, döviz dayalı kontratlar ile kredi temerrüt takası kontratları takip etmektedir.

E. Tezgâhüstü Türev Ürünlere Takas Hizmeti Veren Kurumlar

Hali hazırda, tezgâhüstü türev ürünlere merkezi karşı taraf olarak takas hizmeti veren kurumlar bulunmaktadır. Hem organize borsalarda, hem de tezgâhüstü piyasalarda işlem gören ürünler için takas hizmeti veren bu kurumlardan birkaçına, işlem gören ürün çeşitliliği dikkate alınarak tabloda yer verilmiştir.

Merkezi karşı tarafların kurulmasıyla ilgili olarak düzenleyici otoritelerin yaptığı çalışmaların tamamlanmasıyla, standart özelliklere sahip tezgâhüstü türev ürünler için hizmet veren bu kurumların sayısının

artması beklenmektedir.

Tabloda yer alan kurumlar içinde, en fazla ürün çeşitliliğinin olduğu kurumlar CME Grup ve Intercontinental Exchange'dir (ICE Clear).

CME Grup, ABD'li türev borsası olarak faaliyet gösteren CBOT ve Chicago Ticaret Borsasının (CME) Temmuz 2007'de birleşmesiyle oluşmuştur. Gruba, 2008 yılında enerji ve metale dayalı türev ürünlerin işlem gördüğü New York Ticaret Borsası da (NYMEX) katılmıştır.

CME Grup bünyesinde 2002 yılında kurulan CME Clearport, tezgâhüstü türev ürünlerin takasının yapıldığı merkezi karşı taraf olarak çalışmaktadır. Hali hazırda, bu kurumda enerji, metal, tarım ürünleri, kredi temerrüt takası, faiz swapı ve döviz dayalı kontratlar için takas hizmeti verilirken; hisse senedi ve hava durumuna dayalı kontratlarda takas hizmeti verilebilmesi için çalışmalar yapılmaktadır. 2007 yılında CME Clearport'un günlük ortalama işlem hacmi 335.000 kontrat iken 2009 yılında 583.000'e yükselmiştir.

Bir diğer takas hizmeti ise Intercontinental Exchange'in (ICE) iştiraki olan ICE Clear Europe tarafından verilmektedir. Tezgâhüstü enerji piyasasının oluşturulması için ICE, Mayıs 2000'de bazı enerji şirketleri ve global bankalar tarafından kurulmuştur. ICE zaman içinde grubun bünyesine kattığı çeşitli borsalar ile ICE Futures US, ICE Futures Canada, ICE Futures Europe'u kurmuştur.

ICE Clear Europe'da kredi temerrüt takasları ve enerjiye dayalı kontratlar için takas hizmeti verilmektedir. Kredi temerrüt takasları üzerine işlemler Creditex adlı sistem üzerinden sağlanırken, enerji kontratlarının takası ICE Block aracılığıyla yapılmaktadır. 2009 yılında ICE Block üzerinde 192 milyon adetlik işlem yapılmıştır. Creditex ile ilgili verilere ulaşılamamıştır.

Tabloda yer alan bazı kurumların incelendiği uluslararası takas kurumlarıyla ilgili detaylı çalışmamıza

Tezgâhüstü Türev Ürünlerde Takas Hizmeti (Aralık 2010)

Kurum	Ülke	Faiz Swapı	Kredi Temerrüt Takası	Döviz Dayalı Kontratlar	Hisse Senedine Dayalı Kontratlar	Enerjiye Dayalı Kontratlar	Diğer Emtialar
CME Clearing Europe	İngiltere	Φ	Φ	Φ		X	
CME Clearport	ABD	X	X	X		X	X
Eurex Clearing	Almanya		X		X		
European Commodity Clearing	Almanya					X	
ICE Clear Europe	İngiltere		X			X	X
ICE Trust U.S.	ABD		X				
Int'l Derivatives Clearing Group	ABD	X					
Kansas City Board of Trade	ABD						X
LCH.Clearnet Ltd.	İngiltere	X	X	Φ		X	X
LCH.Clearnet S.A.	Fransa		X				
Nasdaq OMX Stockholm	İsveç					X	X
New York Portfolio Clearing	ABD	Φ					
NYSE Liffe	İngiltere				X		X
Options Clearing Corp.	ABD				Φ		
Singapore Exchange	Singapur	Φ		Φ		X	X
Tokyo Financial Exchange	Japonya	Φ	Φ				
Tokyo Stock Exchange	Japonya	Φ	Φ				

Kaynak: Futures Industry Association, TSPAKB

X: Halihazırda işlem gören ürünler.

Φ: İşlem görmesi için çalışmaların devam ettiği ürünler.

Sermaye Piyasasında Gündem dergisinin Nisan 2010 sayısından ulaşabilirsiniz.

III. TEZGÂHÜSTÜ PİYASALARDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR

Tezgâhüstü piyasaların işleyişiyle ilgili dile getirilen sorunlar 2 ana başlık altında toplanmaktadır: şeffaflık ve risk.

Şeffaflık: Organize borsalarda işlem gören ürünler daha standart yapıya sahip olup, yatırımcılara hem fiyat bilgisi, hem de birden fazla alıcı ve satıcının yer aldığı likit bir piyasa sunmaktadır. Buna karşın fiyat ve hacim bilgilerine tek bir kaynak üzerinden ulaşamayan tezgâhüstü piyasalarda bilgi asimetrisinin oluşması, şeffaf olmayan piyasa koşulları anlamına gelmektedir.

Şeffaf olmayan piyasalar, maruz kalınan sistemik ris-

kin tahlil edilememesine de neden olmaktadır. Lehman Brothers'ın iflas ettiği durumda olduğu gibi ne kadar büyük bir riskle karşı karşıya olduklarını bilmeyen finans kuruluşlarının piyasaların işleyiş mekanizmasına olan güveni sarsılmıştır.

Karşı Taraf Riski: Şeffaf olmayan tezgâhüstü piyasalarda gündeme gelen sorunlardan bir diğeri de karşı taraf riskidir. Daha önce belirtildiği gibi, bu terim bir kurumun yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda alacaklı olan kurumların karşı karşıya kaldığı risk olarak tanımlanmaktadır.

Ancak, karşı taraf riskinde dikkat edilmesi gereken husus, tezgâhüstü piyasalardaki borç/alacak zincirinin çok karmaşık bir yapıya sahip olduğudur. Dolayısıyla, likidite problemi yaşayan bir kurumun içinde bulunduğu bu finansal sıkıntı, doğrudan alacaklısı olmayan diğer oyuncuları da etkileyebilmektedir.

2008 yılında yaşanan krizde, Bear Stearns gibi büyük bir piyasa oyuncusunun içinde bulunduğu finan-

sal durum, piyasadaki diğer kurumların da bu gelişmelerden etkilenmesine neden olmuştur.

IV. TEZGÂHÜSTÜ PİYASALARA YÖNELİK GETİRİLEN ÖNERİLER

Eylül 2009'da yapılan G-20 Pittsburgh zirvesinin ardından yayınlanan bildiride, tezgâhüstü türev piyasasının düzenlenmesine ilişkin bir madde yer almıştır. İlgili maddede, standart özelliklere sahip olan tezgâhüstü türevlerin en geç 2012 yılı sonuna kadar borsalarda veya elektronik işlem platformlarında işlem görmesi ve bu ürünlerin takasının merkezi karşı taraflar aracılığıyla yapılması gerektiği belirtilmiştir.

Standart yapıya sahip olmayan ve takasının merkezi karşı taraflar aracılığıyla yapılmadığı tezgâhüstü türevlerle işlem yapan kurumlar için ise minimum sermaye kriterlerinin yükseltilmesi gerektiği belirtilmiştir.

Bu çalışmaların yapılmasında Finansal İstikrar Kurulu (FSB), G-20 tarafından görevlendirilmiştir. Finansal İstikrar Kurulu bünyesinde ele alınan bu konu üzerinde Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü'nün (IOSCO) ortak bir çalışma yürütmesi kararlaştırılmıştır.

V. PRENSİPLER

Menkul kıymetlerin takasına ilişkin standartlar ilk defa 1999 yılında BIS bünyesinde yer alan ve G-10 merkez bankaları temsilcilerinden oluşan Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi (Committee on Payment and Settlement Systems-CPSS) ile IOSCO tarafından yapılan bir çalışma ile oluşturulmuştur.

2001 yılında güncellenen bu çalışmada takas sistemlerinin işleyişi genel anlamıyla ele alınırken, takas süreçlerinde oluşan risk faktörlerine değinilmiş, hem finans piyasalarında istikrarın, hem de yatırımcıların korunması için öneriler getirilmiştir. Aynı zamanda, raporda merkezi karşı tarafların oluşturulmasıyla takas süreçlerinin kısaltacağı ve karşı taraf riskinin azalabileceği belirtilmiştir.



Daha sonra, ilk defa 2004 yılında yayınlanan ve 2010 yılında FSB'nin istekleri doğrultusunda revize edilen bir diğer çalışma, yine IOSCO ve CPSS tarafından hazırlanmıştır. Merkezi karşı tarafların işleyiş esaslarına ilişkin çeşitli önerilerin getirildiği bu raporda yer alan maddeler aşağıdaki gibidir.

- **Hukuki Risk:** Tezgâhüstü türev piyasasının şeffaf bir yapıya sahip olması için sektör standartları belirlenmeli, işlem kuralları ve prosedürleri ile kontratlara ilişkin olarak piyasada kabul gören protokoller hazırlanmalıdır. Bu anlamda, Uluslararası Swap ve Türev Birliği (ISDA) çatısı altında piyasa katılımcıları ile çalışmalar yürütülmektedir.

- **Piyasa Katılımcılarına İlişkin Koşullar:** Merkezi karşı taraflar kendileri aracılığıyla işlem yapmak isteyen kurumların mali kaynaklarının yeterli olduğundan emin olmalıdır. Oluşturdukları finansal kriterlerin piyasa katılımcıları tarafından sağlanıp sağlanmadığını düzenli olarak takip etmelidir.

- **Kredi Riskinin Ölçülmesi ve Yönetilmesi:** Merkezi karşı taraflar en azından günde bir kez piyasa katılımcılarının karşı taraf yükümlülüklerini kontrol etmelidir. Merkezi karşı tarafların taşıdığı risk, teminatlar, risk kontrol mekanizmaları veya bu iki yöntemin birlikte kullanıldığı modeller aracılığıyla kontrol altında tutulmalıdır.

- **Tamamlama Teminatı Koşulları:** Merkezi karşı tarafların belirlediği tamamlama teminatı kriterleri, normal piyasa koşulları altında olası bir kaybı sınırlı tutacak düzeyde olmalıdır. Bu kriterler, takası yapılan ürün bazında farklı parametreler kullanılarak oluşturulmalıdır.

rulabilir. Sonuç olarak, likit olmayan bir ürünün taşıdığı riskin hesaplanmasında kullanılan metodoloji, likit piyasası olan bir ürüne göre daha karmaşık bir yapıya sahip olabilir. Ayrıca, teminat kriterleri düzenli olarak revize edilmelidir.

- **Finansal Kaynaklar:** Merkezi karşı tarafların mali kaynakları, en azından yükümlülüğü en yüksek düzeyde olan kurumun temerrüde düşmesi durumunda, ilgili kurumdaki kaynaklanan zararları karşılayacak düzeyde olmalıdır.

- **Temerrüt Prosedürleri:** Merkezi karşı taraflar, piyasa katılımcılarının yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda izleyeceği temerrüt prosedürlerini açıkça, adım adım tanımlamalıdır.

- **Operasyonel Risk:** Merkezi karşı taraflar operasyonel risklerini tanımlamalı ve bu risklerin en düşük seviyeye indirildiği kontrol mekanizmaları oluşturmalarıdır.

- **Etkinlik:** Kullanımı düzenleyici otoriteler tarafından desteklenen merkezi karşı taraflar, farklı piyasa katılımcılarının beklentilerini karşılayan ve onları merkezi karşı tarafları kullanarak işlemlerini yapmaya teşvik eden, etkin bir yapıya sahip olmalıdır.

- **Yönetim:** Merkezi karşı tarafların yönetim yapısı, toplumsal çıkarları gözetken, şeffaf ve anlaşılır bir şekilde olmalıdır. Olağandışı bir durum ile karşılaşıldığı zaman, bu durumu etkin bir şekilde tanımlayan ve yöneten güçlü yönetim süreçleri bulunmalıdır.

- **Şeffaflık:** Merkezi karşı taraflar, sundukları hizmetlere ilişkin olarak piyasa katılımcılarının maruz kalabileceği riskleri, maliyetleri ve diğer bilgileri şeffaf bir şekilde sunmalıdır.

- **Düzenleme ve Gözetim:** Yerel düzenleyici otoriteler tarafından merkezi karşı taraflar için hayata geçirilecek standartların birbirleriyle tutarlı olması gerekmektedir.

Bu düzenlemelere ilişkin olarak hazırlanacak olan iş-tişari raporun CPSS tarafından 2011 yılının başında yayınlanması beklenmektedir.

Ayrıca Finansal İstikrar Kurulu Nisan 2010'da, CPSS,

IOSCO ve Avrupa Komisyonunu farklı ülkelerdeki takas ve mutabakat süreçlerini ve yükümlülüklerini incelemekle görevlendirmiştir. İlerleyen dönemlerde bir ülkede işlemi yapılan bir ürünün, bir diğer ülkede takasının gerçekleşmesi, muhtemel bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle, yapılacak olan bu çalışmayla, merkezi karşı taraflara ilişkin uluslararası düzenleyici standartların oluşturulmasından önce, farklı ülkelerdeki takas süreçlerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Böylece, bu süreçlere ilişkin uygulamada var olan düzenleyici arbitrajından kaçınılması hedeflenmektedir. Bu raporun 2011 yılında açıklanması beklenmektedir.

VI. GENEL DEĞERLENDİRME

Finansal kriz, piyasada oluşan sistemik risk unsurlarının kontrol altına alınabilmesi için hem ulusal, hem de uluslararası platformlarda sermaye piyasası otoritelerinin harekete geçmesine neden olmuştur.

Bu çerçevede ele alınan konulardan biri de tezgâhüstü piyasaların şeffaf olmayan yapısıdır. FSA, IOSCO ve BIS gibi uluslararası düzenleyici kurumlar, tezgâhüstü piyasalardaki sistemik riskin merkezi karşı taraflar ile kontrol altına alınabileceğine dair görüşler sunmuştur.

Her alıcı için satıcı, her satıcı için alıcı olarak pozisyon alan merkezi karşı tarafların, tezgâhüstü türev işlemlerindeki riskin yönetilmesinde bir araç olarak kullanılması planlanmaktadır. Bu sistem ile birlikte, kurumlar arası işlemlerde, organize borsalardakine benzer şekilde, karşı taraf riski, merkezi karşı taraflar tarafından taşınmaya başlanacaktır.



2009 sonu itibarıyla nominal değeri 615 trilyon \$ büyüklüğe ulaşan tezgâhüstü türev piyasalarında, halihazırda faaliyet gösteren merkezi karşı taraflar bulunmakla birlikte, bu kurumların sayısı ve hizmet sunduğu ürün çeşitliliği kısıtlıdır.

IOSCO ve BIS'nin hazırladığı raporda merkezi karşı tarafların yapılarına ve faaliyetlerine ilişkin çeşitli öneriler getirilmiştir. Bu öneriler genel anlamıyla, merkezi karşı tarafların güçlü bir sermaye sahip olmasını ve aynı zamanda kurumların pozisyonlarından doğabilecek riskleri çeşitli kontrol mekanizmalarıyla izleyebilmelerini tavsiye etmektedir.

Merkezi karşı tarafların güçlü pozisyonlarını koruyabilmeleri için, kendileri aracılığıyla işlem yapan kurumların da finansal durumlarını kontrol ediyor olmaları, aynı zamanda işlemlerinden doğan yükümlülükleri için teminatlandırmaya gitmeleri gerektiği belirtilmiştir.

KAYNAKÇA

Carney, John. "The Collateral Call Domino Effect", Business Insider, Kasım 2008.

Cecchetti, Stephen. Gyntelberg, Jacob. Hollanders, Marc. "Central Counterparties for Over-the Counter Derivatives", Uluslararası Ödemeler Bankası, Eylül 2009

Çikot, Özcan. Değertekin, Efsun Ayça. Fıkırkoca, Ekin. "Finansal Piyasalarda Reform Çalışmaları", Sermaye Piyasasında Gündem, Eylül 2009.

Çikot, Özcan. "Uluslararası Takas Kurumları", Sermaye Piyasasında Gündem, Nisan 2010.

Değertekin, Efsun Ayça. "Finansal Krizle İlgili Uluslararası Kurumların Yürüttüğü Çalışmalar", Sermaye Piyasasında Gündem, Ocak 2010.

Glass, Adam W. "The Regulatory Drive Towards Central Counterparty Clearing of OTC Credit Derivatives and The Necessary Limits On This", Capital Markets Law Journal, Haziran 2009.

Morrison, Joanne. "The Operational Challenges of OTC Clearing", The Magazine of the Futures Industry, Haziran 2010.

"Reforming OTC Derivative Market", HM Treasury, FSA, Aralık 2009.

Singh, Manmohan. Aitken, James. "Counterparty Risk, Impact on Collateral Flows, and Role for Central Counterparties", Uluslararası Para Fonu, Ağustos 2009.

Finansal İstikrar Kurulu:
www.financialstabilityboard.org

Vadeli İşlemler Sektörü Birliği:
www.futuresindustry.org

Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü:
www.iosco.org

Uluslararası Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri Birliği:
www.isla.co.uk

Uluslararası Ödemeler Bankası: www.bis.org

Uluslararası Para Fonu: www.imf.org

Uluslararası Swap ve Türev Birliği: www.isda.org



GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Aralık ayında; yatırım fonlarına ve portföy yönetim faaliyetine ilişkin taslak düzenlemeler kamuoyunun görüşüne açılırken, bilgi, belge ve açıklamaların elektronik ortamda imzalanarak kamuyu aydınlatma platformuna gönderilmesine ilişkin esasları düzenleyen tebliğde değişikliğe gidilmiştir. Aşağıda, gerçekleştirilen düzenleme değişikliklerine okuyucularımızın mevzuat takibine yardımcı olmak amacıyla kısaca yer verilmiştir.

DÜZENLEME TASLAKLARI

YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR TEBLİĞ TASLAĞI

Gayrimenkul yatırım fonları hariç, yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma belgeleri ile bunların halka arzına ilişkin esaslar Seri:VII, No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmektedir.

İlgili Tebliğde değişiklik yapan "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Taslağı" Sermaye Piyasası Kurulunca kamuoyunun görüşüne sunulmuştur.

Değişiklik ile, fon türlerini belirleyen 5. maddeye yeni bir fon türü olarak "kısa vadeli tahvil ve bono fonu" tanımı eklenmektedir. Kısa vadeli tahvil ve bono fonu, "fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış, portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesi en az 45 en fazla 90 gün olan ve portföyüne pay senedi dahil edilemeyen fonlar" olarak tanımlanmıştır. Bu fonlar, tahvil ve bono fonunda olduğu gibi portföylerinin en az %51'ini devamlı olarak kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırma şartına tabi olacak, ancak farklı olarak, belirlenmiş olan vade şartını yerine getirmeleri gerekecektir.

Ayrıca, kısa vadeli tahvil ve bono fonlarının katılma belgelerinin fiyatlarını düzenlemek üzere, 36. maddede de değişiklik yapılmaktadır. Kısa vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için likit fonlara bir alternatif olarak tasarlanmış olan bu fonlarda, katılma belgelerinin fiyatlandırılması da, likit fonlarda olduğu gibi geri fiyat uygulaması ile yapılacaktır.

PORTFÖY YÖNETİCİLİĞİ FAALİYETİNE VE BU FAALİYETTE BULUNACAK KURUMLARA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİNDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR TEBLİĞ TASLAĞI

Portföy yöneticiliği faaliyetiyle, bu faaliyeti yerine getirecek olan kurumların kuruluş ve yetkilendirilmelerine ilişkin esaslar Seri:V, No:59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmektedir.

Söz konusu Tebliğde değişiklik yapan "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Taslağı" Sermaye Piyasası Kurulunca kamuoyunun görüşüne açılmıştır.

Taslak ile, yatırım fonu paylarının dağıtım kanallarına ilişkin düzenleme altyapısını Avrupa Birliği mevzuatına uyumlu hale getirmek üzere, portföy yönetim şirketlerinin, yatırım fonu katılma paylarının alım satımına aracılık edebilmelerine olanak sağlamaktadır. Bu uygulama ile, portföy yönetim şirketlerinin, yatırım fonu paylarının alım satımı konusunda uzmanlaşabileceği, yatırımcıların ise portföy yönetim şirketine başvurarak risk getiri beklentilerine uygun çeşitli fonlara kolayca ulaşabileceği düşünülmektedir.

Portföy yönetim şirketleri;

- Yatırım fonu katılma paylarının alım satımına

aracılık faaliyeti ile sınırlı olmak üzere alım satıma aracılık yetki belgesinin alınmış olması ve esas sözleşmesinde hüküm bulunması,

- Asgari ödenmiş sermaye tutarı ile asgari özsermaye tutarının 1.250.000 TL olması,
- Yatırım fonu alım satımına aracılık faaliyeti ile ilgili işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek, bu faaliyetlere elverişli mekân, teknik donanım ile yeterli sayıda personelin sağlanması,
- Müşterilerin yatırım fonu katılma payı alım satımına aracılık sözleşmesi imzalaması,

koşuluyla, yatırım fonu katılma paylarının alım satımına aracılık edebilecektir.

Yatırım fonu katılma paylarının alım satımına aracılık edilmesi ile ilgili olarak bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde ise, Kurulun aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin esaslar hakkındaki düzenlemelerinin uygulanacağı hükme bağlanmaktadır.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

BİLGİ, BELGE VE AÇIKLAMALARIN ELEKTRONİK ORTAMDA İMZALANARAK KAMUYU AYDINLATMA PLATFORMUNA GÖNDERİLMESİNE İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR SERİ:VIII, NO:73 SAYILI TEBLİĞ

Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ortaklıklar, aracı kurumlar ve katılma payları borsada işlem gören fonların kurucuları tarafından bilgi, belge ve açıklamanın elektronik ortamda imzalanmasına ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'na gönderilmesine, bağımsız denetim kuruluşlarınca düzenlenen bağımsız denetim raporlarının elektronik ortamda hazırlanarak imzalanmasına ve ortaklıklar, aracı kurumlar ve fonlara elektronik ortamda gönderilmesine ilişkin usul ve esaslar Seri:VIII, No:61 sayılı "Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmektedir.

17.12.2010 tarih ve 27788 sayılı Resmi Gazete'de, ilgili Tebliğin;

- Tanımlara ilişkin düzenleme getiren 3., elektronik imzanın kullanım alanlarını belirleyen 4., sertifika başvurusu yapma zorunluluğunu getiren 7., elektronik sertifika tahsis edilmeyecek kişiler ve sertifikanın iptalini gerektiren halleri belirleyen 9., düzenleme yetkisine ilişkin hükümler getiren 11. maddelerinde değişiklik yapan,
- Sertifika sahibi taahhünamesini imzalama yükümlülüğünü düzenleyen 6., elektronik sertifika hizmet sağlayıcısına ilişkin hükümler getiren 8. maddelerini yürürlükten kaldıran,
- Geçiş dönemini düzenleyen geçici madde 1'i "nitelikli elektronik sertifikaya geçiş dönemi"ni düzenler şekilde değiştirilirken, sertifika hizmetlerini düzenleyen geçici 2. maddeyi yürürlükten kaldıran,
- Sertifika sahibi taahhünamelerinin yer aldığı Tebliğin 1 ve 2 nolu eklerini yürürlükten kaldıran,

Seri:VIII, No:73 sayılı "Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" yayımlanmıştır.

Yapılan düzenleme ile, nitelikli elektronik sertifikaya geçilmesi amaçlanmıştır.

Veriler

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2008	2009	2010/09	%Δ
TL Mevduat	268.803	305.201	344.699	12,9%
DTH	127.823	139.334	142.725	2,4%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	18.796	26.625	30.382	14,1%
DİBS	62.747	64.761	60.259	-7,0%
Eurobond	4.478	5.237	4.951	-5,5%
Yatırım Fonları	24.200	29.606	29.451	-0,5%
Repo	2.199	1.383	1.918	38,7%
Emeklilik Yatırım Fonları	6.042	9.105	11.156	22,5%
Hisse Senedi	19.623	40.666	50.291	23,7%
Toplam	534.711	621.918	675.832	8,7%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2008	2009	2010/09	%Δ
Hisse Senedi	35.417	82.631	102.847	24,5%
DİBS	30.221	30.765	43.836	42,5%
Eurobond	927	1.227	1.562	27,3%
Mevduat	9.972	11.574	16.095	39,1%
Toplam	76.537	126.197	164.340	30,2%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2008	2009	31/12/2010	%Δ
Milyon TL	182.025	350.761	472.588	34,7%
Milyon \$	119.698	235.837	307.354	30,3%
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri (Milyon \$)	36.816	78.128	77.601	-0,7%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	30,8%	32,8%	25,2%	A.D.

Hisse Senedi Piyasasındaki Menkul Kıymet Sayısı				
	2008	2009	31/12/2010	%Δ
Şirket	269	267	284	6,4%
Yatırım Ortaklığı (Gayrimenkul ve Risk Sermayesi dahil)	48	48	53	10,4%
Borsa Yatırım Fonu	9	10	12	20,0%
Varant	-	-	22	A.D.

Birincil Halka Arzlar				
	2008	2009	31/12/2010	%Δ
Şirket Sayısı	1	1	16	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı (Milyon \$)	1.873	7	995	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (Gayrimenkul ve Risk Ser. dahil)	1	0	6	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı (Milyon \$)	4	0	1.146	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı	1	1	3	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı (Milyon \$)	18	69	11	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı (Milyon \$)	1.895	76	2.153	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
	2007	2008	2009	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı	252	178	220	23,6%
Zarar Eden Şirket Sayısı	68	140	93	-33,6%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı (Milyon TL)	31.962	25.805	31.203	20,9%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon TL)	-714	-3.454	-1.576	-54,4%
Toplam Kâr/Zarar (Milyon TL)	31.248	22.351	29.627	32,6%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2008	2009	31/12/2010	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	365	674	955	41,7%
B Tipi Yatırım Fonları	15.253	19.047	18.971	-0,4%
Emeklilik Yatırım Fonları	4.193	6.084	7.809	28,4%
Borsa Yatırım Fonları	128	170	167	-1,9%
Yatırım Ortaklıkları	152	339	366	8,1%
Gayrimenkul Yat.Ort.	776	1.904	7.010	268,2%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	27	55	122	121,2%
Toplam	20.895	28.273	35.402	25,2%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	3,3%	4,5%	5,5%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2008	2009	2010/11	%Δ
Yatırımcı Sayısı	989.853	1.000.261	1.038.778	3,9%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2008	2009	2010/11	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi	27.297	56.246	72.406	28,7%
Saklamadaki Payı	67%	67%	68%	0,5%
Hisse Senedi İşlem Hacmi	142.126	90.237	119.494	A.D.
İşlem Hacmi Payı	27%	14%	16%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	-2.988	2.256	2.595	A.D.

TSPAKB Üyeleri				
	2008	2009	31 / 12 / 2010	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	104	103	103	0,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	0	0	1	A.D.
Banka Sayısı	41	41	41	0,0%
Toplam	145	144	145	0,7%

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar \$	2008	2009	2010 / 11	%Δ
Hisse Senedi Piyasası	523	633	751	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı	797	802	821	A.D.
Aracı Kurum	97	88	86	A.D.
Banka	699	714	735	A.D.
TCMB+Takasbank	0	0	0	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı	4.974	4.138	3.938	A.D.
Aracı Kurum	875	677	663	A.D.
Banka	3.804	2.961	3.126	A.D.
TCMB+Takasbank	296	500	148	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*				
	2008	2009	2010 / 11	%Δ
İşlem Hacmi (Milyar \$)	326	437	521	A.D.
Aracı Kurum	30	382	452	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi	0	1	0	A.D.
Banka	296	53	68	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	54	79	58	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)	209.382	188.976	389.804	106,3%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon TL	2008	2009	2010 / 09	%Δ
Dönen Varlıklar	3.297	5.287	7.215	36,5%
Duran Varlıklar	562	685	750	9,5%
Aktif Toplam	3.859	5.972	7.965	33,4%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.954	3.771	5.595	48,4%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33	48	39	-19,0%
Özkaynaklar	1.873	2.153	2.331	8,3%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	3.859	5.972	7.965	33,4%
Net Komisyon Gelirleri	469	572	507	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı	25	187	177	A.D.
Net Kâr	170	317	277	A.D.
Personel Sayısı	5.102	4.715	4.907	4,1%
Şubeler	185	157	161	2,5%
İrtibat Bürosu	44	39	45	15,4%
Acente Şubeleri	5.664	5.873	6.143	4,6%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası				
	2008	2009	31 / 12 / 2010	%Δ
İMKB-100	26.864	52.825	66.004	24,9%
İMKB-100 (En Yüksek)	54.708	52.825	71.007	34,4%
İMKB-100 (En Düşük)	21.228	23.036	48.739	111,6%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	1.041	1.254	1.703	35,8%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2008	2009	31 / 12 / 2010	%Δ
ABD Nasdaq 100	1.212	1.860	2.218	19,2%
ABD S&P 500	903	1.115	1.258	12,8%
Almanya DAX	4.810	5.957	6.914	16,1%
Arjantin Merval	1.080	2.321	3.524	51,8%
Brezilya Bovespa	37.550	68.588	69.305	1,0%
Fransa CAC 40	3.218	3.936	3.867	-1,8%
Güney Afrika FTSE/JSE	21.509	27.666	32.119	16,1%
Hindistan BSE Sens	9.647	17.465	20.509	17,4%
Hong Kong Hang Seng	14.387	21.873	23.035	5,3%
İngiltere FTSE 100	4.434	5.413	5.900	9,0%
Japonya Nikkei 225	8.860	10.546	10.229	-3,0%
Meksika IPC	22.380	32.120	38.551	20,0%
Rusya RTS	632	1.445	1.770	22,5%

A.D.: Anlamı değil

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

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

ABN AMRO BANK N.V. MERKEZİ AMSTERDAM İSTANBUL ŞUBESİ- ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ADA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ADABANK A.Ş.- AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.-AKBANK T.A.Ş.- AKDENİZ MENKUL DEĞERLER TİCARET A.Ş.- AKTİF YATIRIM BANKASI A.Ş.- ALAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALTAY YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALTERNATİF YATIRIM A.Ş.- ALTERNATİFBANK A.Ş.- ANADOLU YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- ANADOLUBANK A.Ş.- ARAP TÜRK BANKASI A.Ş.- ARTI MENKUL KIYMETLER A.Ş.- ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- ATAONLINE MENKUL KIYMETLER A.Ş.- AYBorsa MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.- BAHAR MENKUL DEĞERLER TİCARET A.Ş.- BANKPOZİTİF KREDİ VE KALKINMA BANKASI A.Ş.- BAŞKENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.- BGC PARTNERS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- BİRLEŞİK FON BANKASI A.Ş.- BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CAMİŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CENSA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CITIBANK A.Ş.- CİTİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CREDIT AGRICOLE CHEUVREUX MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CREDIT AGRICOLE YATIRIM BANKASI TÜRK A.Ş.- CREDIT SUISSE İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DEĞER MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DEHA MENKUL KIYMETLER A.Ş.- DELTA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- DENİZBANK A.Ş.- DENİZTÜREV MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DESTEK MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DEUTSCHE BANK A.Ş.- DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DİLER YATIRIM BANKASI A.Ş.- DÜNYA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EFG İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EGEMEN MENKUL KIYMETLER A.Ş.- EKİNCİLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EKSPRES YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ENTEZ MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.- ERSTE SECURITIES İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ETİ YATIRIM A.Ş.- EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EURO BANK TEKFEN A.Ş.- EVGİN MENKUL DEĞERLER TİCARET A.Ş.- FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- FİNANSBANK A.Ş.- FORTIS BANK A.Ş.- FORTIS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GALATA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.-GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GFC GENERAL FİNANS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GSD YATIRIM BANKASI A.Ş.- GÜNEY MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.- GÜVEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- HAK MENKUL KIYMETLER A.Ş.- HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- HEDEF MENKUL DEĞERLER A.Ş.- HSBC BANK A.Ş.- HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ING BANK A.Ş.- ING MENKUL DEĞERLER A.Ş.- İNFO YATIRIM A.Ş.- İNTEGRAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- J.P. MORGAN CHASE BANK N.A. MERKEZİ COLUMBUS OHIO İSTANBUL TÜRKİYE ŞUBESİ- J.P. MORGAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- K MENKUL KIYMETLER A.Ş.- KALKINMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- KAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- KARE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MED MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MERRILL LYNCH MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MERRILL LYNCH YATIRIM BANKASI A.Ş.- METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MILLENNIUM BANK A.Ş.- MİRA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MORGAN STANLEY MENKUL DEĞERLER A.Ş.- NUROL YATIRIM BANKASI A.Ş.- OPTİMAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.-ORİON INVESTMENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.- OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ÖNER MENKUL KIYMETLER A.Ş.- PAY MENKUL DEĞERLER A.Ş.- PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.- POLEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- POZİTİF MENKUL DEĞERLER A.Ş.- PRİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- RAYMOND JAMES YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.- SARDİS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- SAYILGAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- SOCIETE GENERALE (SA)- SOYMEN MENKUL KIYMETLER A.Ş.- STAND-ARD ÜNLÜ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ŞEKERBANK T.A.Ş.- T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.- TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TAİB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TEKSTİL BANKASI A.Ş.- TEKSTİL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TERA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TİCARET MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TİCARET MENKUL KIYMETLER TİCARET A.Ş.- TURKISH BANK A.Ş.- TURKISH YATIRIM A.Ş.- TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE HALI BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE İHRACAT KREDİ BANKASI A.Ş. (TÜRK EXIMBANK)- TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI A.Ş.- ULUKARTAL VADELİ İŞLEMLER ARACILIK A.Ş.- ULUS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- UNICORN CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- UNİCREDIT MENKUL DEĞERLER A.Ş.- VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- WESTLB AG MERKEZİ DÜSSELDORF İSTANBUL MERKEZ ŞUBESİ- YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.- YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza A Blok Kat:4

1. Levent 34394 İstanbul

Telefon: 212- 280 85 67

Faks: 212-280 85 89

www.tspakb.org.tr

info@tspakb.org.tr



9 77 13048 15543 9