



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Sayın Prof. Dr. Vedat Akgiray
Başkan

Sermaye Piyasası Kurulu
İstanbul Temsilciliği:
Harbiye Mah. Askerocağı Cad.
No:15 Kat:5 Süzer Plaza
34367 Şişli, İSTANBUL

7 Mayıs 2009
Ref: MA/UÜ/09-762

Konu: TÜSİAD Sermaye Piyasası Çalışma Grubu tarafından ele alınarak sektörde yaşanan bazı sorunlar ve çözüm önerilerinin dile getirildiği:

1. *Özel Sektör Borçlanma Araçlarının İhracında Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerilerine İlişkin Alt Çalışma Grubu Bilgi Notu*
2. *Sermaye Piyasası Aracı Kurumlarının İşlem Maliyetlerinin Düşürülmesine ve Gelirlerinin Artırılmasına Yönelik Önerilere İlişkin Alt Çalışma Grubu Bilgi Notu*
3. *Sermaye Piyasası Mevzuatında Açığa Satışta Beyan Zorunluluğu Etrafında Aracı Kurumların Yaşadığı Problemlere İlişkin Alt Çalışma Grubu Bilgi Notu*

Sayın Başkanım,

TÜSİAD Sermaye Piyasası Çalışma Grubu Başkanı sıfatıyla 15 Nisan tarihinde yapmış olduğum ziyaretimde de belirttiğim gibi; üzerinde çalıştığımız konularla ilgili görüş ve önerilerimizi tarafınıza arz ederek, olası çözümler için desteğinizi rica ediyor olacağız. Ancak yine görüşmemizde vurguladığım gibi bu konularda Kurul ilgili birimleri ile gerektiği her halde işbirliği içinde çalışarak, üzerimize düşen her türlü çalışmayı talimatlarınız doğrultusunda yapmaya hazırız.

Bilginize arz ettiğim bu mektupta ele aldığımız üç başlığın gerek Sermaye Piyasaları işlemlerinin gelişimi ve gerekse Sermaye Piyasası kurumlarının faaliyetlerinin daha uygun koşullarda gerçekleştirilmesi açısından önem taşıdığına inanıyoruz.

1. **Özel Sektör Borçlanma Araçları İhraçlarına İlişkin** - Türk Sermaye Piyasalarında uzun süredir işlevsel olmayan menkul kıymetlerden biri olan bu ürünlere ilgide 2006 yılından bu yana sınırlı da olsa bir artış olduğu gözlenmektedir. Ayrıca içinde bulunduğumuz ekonomik konjonktürde ve finansman olanaklarının kısıtlı olduğu bir dönemde, özel sektör şirketlerine para piyasalarına alternatif bir fonlanma imkanı yaratabilecek olan bu ürünler için geçmiş dönemlerde istenmeyen şekilde rekabet koşulları yaratan devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarının yüksek olmasına ilişkin olumsuzluk da büyük ölçüde ortadan kalkmış olduğundan; bu ürünlerin ihracının özendirilmesi ve piyasanın harekete geçirilmesi için uygun ortamın oluştuğunu düşünmekteyiz. Ancak genel ekonomik konjonktürün yatırımcılar üzerinde yarattığı güvensizlik halen bir sorun teşkil edebileceğinden, bu hususun da dikkatlice ele alınarak doğru tanıtım, pazarlama faaliyetleri ve gerekirse güveni tesis edici “derecelendirme” gibi unsurlarla desteklenmesi gerekecektir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

21 Ocak 2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren Seri II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” piyasadaki kurumlar tarafından olumlu karşılanmıştır; ancak halihazırda piyasada yeni ihraç gerçekleşmemiştir. Düzenlemeyi gerçekleştiren Kurulunuz ilgili birimlerinin çeşitli toplantılar ve seminerlerde de dile getirdiği şekilde; bu konu en son 21 Nisan tarihinde İMKB’de gerçekleştirilen “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Borsa Şirketlerine Yönelik Son Düzenlemelerine İlişkin Seminer”de de vurgulanmış ve ihraçların gerçekleşmesi için uygun piyasa koşullarının oluştuğu bu günlerde ürünlere işlerlik kazandırmak için piyasa oyuncuları tarafından Kurul’a iletilecek her türlü soru, öneri, talep ve yeni Tebliğ ile ilgili geri bildirimlere açık olduğu ifade edilmiştir. Aşağıda **Bölüm I**’de sunulan çalışma ile gerekli tespitlerin yapılarak; hem yeni Tebliğ çerçevesinde SPK ilgili birimine bir geri bildirim yapmak, hem de bu aracın avantajlarının gerek potansiyel ihraççılara gerekse yatırımcılara anlatılabilmesi öncesinde tümü Kurul ile ilgili olmadığı da bilinen aksayan yönlerin ilgili olabileceği düşünülen taraflarla (T.C. Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı gibi...) mümkünse Kurul nezdinde yapılabilecek görüşme ve düzenlemelerle bir an önce çözümlenerek **SPK Tebliğ’inin de amaca hizmet eder hale gelmesini sağlamak hedeflenmiştir.**

2. **Aracı Kurumlarının İşlem Maliyetlerinin Düşürülmesine İlişkin** - İçinde bulunulan olumsuz konjonktürün iyice zorlaştırdığı; ancak sektörün bu olumsuz ortamdan bağımsız olarak da yıllardır yaşadığı sorunların acil tedbir alınması gereken hususlar haline geldiği düşünülerek aşağıda **Bölüm II**’de yer alan çalışma dikkatinize arz edilmektedir. Çalışmada sunulduğu üzere; işlem hacimlerinin düştüğü ve faaliyet gösterilen ürün piyasalarında ciddi tikanıklıkların yaşandığı bu ortam, aracı kurum gelirlerini çok olumsuz şekilde etkilerken, aracı kurumların ödemekle yükümlü oldukları harç, aidat, vergi ve diğer maliyet yaratıcı unsurlar çok yüksek olmaya devam ederek sektör karlılıklarında ciddi düşüşlere yol açmaktadır.

Ancak bu sorunlara kısmen de olsa çare getirdiği görülen yeni “Aracı Kurumlar Tarafından Yatırılan Teminatların Kullanım Esasları Tebliği” (Seri: V, No: 101), 14 Nisan 2009 tarihli ve 27200 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Global risklerin artmış olduğu ortamda SPK’nın aracı kurum teminatlarını kısmen serbest bırakmaya yönelik bu düzenlemesi, hem sektör maliyetlerinin düşürülmesine katkısı nedeniyle hem de piyasalara ve kurumlara daha güvenle bakıldığının bir göstergesi olarak tüm sektör tarafından çok olumlu karşılanmıştır.

Bu sebeple ekli çalışmada konulara ilişkin sorun ve getirilen önerileri sunarken; aynı zamanda söz konusu Tebliğ ile başlayarak mevcut sorunlara Başkanlığınız dönemiyle birlikte ilgi ve dikkat gösteriyor olmanızdan dolayı tüm sektör adına tarafınıza teşekkür etmek isterim.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

3. **Acığa Satışta Beyan Zorunluluğuna İlişkin:** İMKB’de yapılan işlemlerde açığa satışa ilişkin düzenlemeler, Sermaye Piyasası Mevzuatında Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiş olmakla birlikte; bu Tebliğ, aracı kurumlara inisiyatif sahibi olmadıkları konularda ciddi sorumluluklar getirmekte ve ihlal durumunda da önemli cezai yaptırımlarla karşı karşıya bırakmaktadır. Bu konuda dünya örneklerinden de yola çıkarak yapılabilecek düzenlemelere duyulan ihtiyacın ve önerilerin dile getirildiği **Bölüm III**’de yer alan çalışma da dikkatinize arz edilmektedir.

Bu üç başlık altındaki çalışmaları bilgilerinize arz eder; konuyla ilgili ilave çalışma ve yukarıda özetlenen hususlarda TÜSİAD çalışma grubu olarak bizlerin verebileceği her türlü destek için hazır olduğumuzu özellikle bir kez daha vurgulamak isterim.

Saygılarımla,

Metin AR

TÜSİAD
Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu Başkanı



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

BÖLÜM : I

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACINDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

21 Ocak 2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren Seri II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”in yayınlanması öncesinde; Kurulunuz tarafından hazırlanarak 27 Ağustos 2008 tarihinde görüşler için duyurusu yapılan taslak tebliğ ve 17 Kasım 2008 tarihinde borçlanma araçlarına ilişkin gerçekleştirilen çalışmaya katılımında bulunulmuş ve bu çalıştay, adı geçen sermaye piyasası araçlarında uygun gelişimin sağlanması için faydalı bulunmuştur.

Bu çalışmalar çerçevesinde, yukarıda sözü geçen tebliğ taslağında dikkati çeken hususlar ile özel sektör borçlanma senedi ihraçlarında karşılaşılan sorunlara ve bu araçların gelişimine katkı sağlayacağını düşündüğümüz düzenlemelere ilişkin görüşlerimiz 30 Aralık 2008 tarih ve MA/UÜ/08-2339 sayılı yazımız ile Kurul’a iletilmiş (Ek-1) ve yazımızı takiben yayınlanan Tebliğde üzerinde durduğumuz bir çok hususun dikkate alındığı görülmüştür; bu hususta bir kez daha teşekkürlerimizi iletmek isteriz.

Ancak halihazırda sektörde uygulamaya dönük hareket gözlemlenmediğinden; bu durumun tekrar incelenerek bu çalışma çerçevesinde bilginize arz edilmesinin; gerek beklenen düzenlemeyi yeni Tebliğ çerçevesinde yapmış olan SPK ilgili birimine bir geri bildirim yapılabilmesi, gerekse içinde bulunduğumuz dönemde finansman ihtiyacının üst seviyede olduğu bilinen özel sektöre bu aracın avantajlarının anlatılabilmesi öncesinde aksayan yönlerin tespitinin yapılması açısından faydalı olacağı öngörülmüştür.

Yukarıda belirtilen önceki çalışmamıza ilave olarak ilgili yeni tebliğin de yayınlanmasının ardından “Özel Sektör Borçlanma Senetleri” hakkında gerçekleştirilen çalışmalar neticesinde elde ettiğimiz sonuç ve önerilerimize ilişkin görüşlerimiz, temel olarak şu hususlar çerçevesinde oluşmuştur:

- Kurumsal yatırımcı talebinin teşviki önemlidir
- Bu ürünlerin “ikincil piyasa”sının gelişimi için düzenlemelere ihtiyaç vardır
- Bu ürünlerin likit hale gelmesi ve fonlanmasını sağlamak üzere repo-ters repo işlemlerine konu olmasını sağlayacak düzenlemelere ihtiyaç vardır
- Bu ürünlerin “teminat” olarak kullanılabilmesine ilişkin düzenlemeye ihtiyaç vardır



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

- İhraççı maliyetini yükselten unsurlardan “SPK harçları” ve “vergi” konusuna ilişkin olumsuzluğun giderilmesi faydalı olabilecektir
- Potansiyel ihraççıların bilgilendirilmesi ve bu ürünün kullanılmasına ilişkin eksik bilgi giderilerek teşvik edilmesi için mümkünse organize bir çalışmanın planlanması uygun olabilecektir.

Sermaye piyasalarının en önemli enstrümanlarından biri olan özel sektör borçlanma senetlerinin günümüz Türk Sermaye Piyasalarında yaygın olmaması dikkat çekicidir. En gelişmemiş sermaye piyasalarında dahi özel sektör borçlanma araçları stoku Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)’nin %2-3’ünü, gelişmiş ülkelerde %30-50’sini oluştururken ülkemizde bu oran %1’in bile altındadır. Bununla birlikte 2005 sonu itibariyle piyasada bir hareketlenmenin başlaması, 2006 - 2008 yılları arasında 4’ü halka arz, 7’si tahsisli olmak üzere toplam 11 özel sektör tahvili ve finansman bonusu ihracının gerçekleşmesi önemli gelişmeler olmuştur.

Özel sektör borçlanma senetlerine yönelik son yıllarda artan ilgi ve talep neticesinde Kurulunuz tarafından da tahvil ve finansman bonusu tebliğleri tekrar ele alınmış ve 21 Ocak 2009 tarihinde yeni tebliğ olan Seri:II ve No:22 “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” yayınlanmıştır. TÜSİAD Sermaye Piyasaları Özel Sektör Borçlanma Araçlarına İlişkin Alt Çalışma Grubu tarafından hazırlanan 30 Aralık 2008 tarihli çalışmadaki tespit ve önerilerin büyük oranda dikkate alındığı tebliğ ile birlikte, söz konusu kıymetlerin kurul kaydına alınması süreci ile ihraçları esnasında yaşanan bir çok sıkıntının aşılmış olduğu görülmektedir.

Hem tebliğ taslağının görüşlere sunulmuş olduğu çalıştay vasıtasıyla, hem tebliğin yayınlanması sonrasında yapılan diğer seminer ve çalıştaylarda söz konusu tebliğe de yer verilmesiyle Kurulunuzun özel borçlanma senetleri piyasasının gelişimine verdiği önem açıkça görülmektedir.

Kurulunuz yetkililerinin ilgili toplantılarda dile getirmekte olduğu üzere, mevcutta kredi piyasasında yaşanan daralma şirketler için alternatif finansman kaynaklarının önemini artırmaktadır. Kredi kaynaklarındaki daralmanın yanı sıra, faiz oranlarındaki düşüş, borçlanma araçları vasıtasıyla sağlanacak finansmanı maliyet açısından da geçmiş dönemlere kıyasla daha cazip kılacaktır.

Bununla birlikte kıymetlerin kurumsal yatırımcılardan yeterince talep görmemesi, ikincil piyasanın gelişmemiş olması ve repo-ters repoya yönelik kısıtlamalar gibi sorunlar halen piyasanın gelişime engel teşkil eden konular olarak önümüze çıkmaktadır. Bu çalışma, tebliğ taslağına yönelik hazırlanan Aralık 2008 tarihli çalışmamızın ikinci bir aşaması mahiyetinde olup, süregelen sorunlara ilişkin tespit ve önerileri içermektedir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

KURUMSAL YATIRIMCI TALEBİNİN TEŞVİKİ

Gelişmiş sermaye piyasalarında özel sektör borçlanma araçlarının en önemli fon sağlayıcısı olan kurumsal yatırımcıların ülkemizdeki durumuna bakıldığında, bu işlevlerini tam olarak yerine getiremedikleri görülmektedir. Mevcut durumda sigorta şirketleri, devletin sosyal güvenlik kuruluşları, aracı kurumlar, özel emeklilik sandıkları ve yatırım fonları gibi kuruluşlar mevzuat gereğince özel sektör borçlanma araçlarına ya yatırım yapamamakta ya da pozisyon riski karşılıkları gibi yükümlülükler gereğince ancak sınırlı miktarda yatırım yapabilmektedirler. Karşılaşılan kısıt ve sorunlar şöyle özetlenebilir:

- Kısa vadede en önemli potansiyel kurumsal yatırımcı olarak sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve yatırım fonları öne çıkmaktadır. Söz konusu fonların son yıllarda gösterdikleri hızlı büyüme ile eriştikleri portföy büyüklüklerinin özel sektör borçlanma senetlerine de yönlendirilmesi, hem özel sektörün finansmanı hem fonların portföy çeşitliliği açısından önemli avantaj sağlayacaktır. Ancak, yatırım ve emeklilik fonlarının sadece borsaya kote edilmiş varlıkları portföylerine alabiliyor olmaları önemli kısıtlama olarak ortaya çıkmaktadır. Buna göre menkul kıymetin ihracının tahsisli olarak yapılması halinde söz konusu fonlar bu kıymetlere yatırım yapamamaktadır. Oysa ki, 2006 - 2008 döneminde gerçekleştirilen toplam 11 ihracın 7'si tahsisli satış yöntemi ile halka arz edilmeksizin gerçekleştirilmiş, kurumsal yatırımcılara satışında sınırlamalarla karşılaşmıştır. Yatırım fonları için borsada işlem görmeyen anonim şirketlerin hisse senetlerine fon portföy değerinin en fazla %10'u oranında yatırım imkanı getirilirken, çoğunlukla halka arz edilmeksizin ihraç edilen borçlanma senetleri için bir istisna tanınmaması bu araçlara olabilecek talebi engellemektedir.
- Emeklilik ve yatırım fonlarının borsaya kote olmayan kıymetleri portföylerine alamamalarının yanı sıra aracı kurumların bu kıymetlere yatırım yapmaları halinde ayırmaları gereken sermaye karşılıkları ile ilgili bir başka yaptırım ortaya çıkmaktadır. Aracı Kurumlar için sermaye yeterliliği hesaplaması yapılırken borsa ve teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kote olan özel sektör borçlanma senetleri için %5 seviyesinde karşılık ayrılırken, borsa ve teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen özel sektör borçlanma senetleri üzerinden %100 karşılık ayırma yükümlülüğü bulunmaktadır.
- Halka arz yöntemiyle gerçekleşen ihraçlarda ise benzeri kısıtlamaların olmamasına karşın kurumsal yatırımcı talebinin gereken düzeyde gerçekleşmediği, söz konusu sermaye piyasası araçlarının uzun süredir kullanılmaması nedeni ile yeterince tanınmadığı görülmektedir. Ayrıca, yatırım fonlarının portföylerine "karşılaştırma ölçütünde bulunmayan menkul kıymetin alınmaması" ilkesi, sektör temsilcileri tarafından "DİBS bazlı endekslerin karşılaştırma ölçütü olduğu fonlara" özel sektör tahvili alınamayacağı şeklinde yanlış yorumlanabilmektedir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Kısaca özetlenecek olursa, tahsisli ihraç edilen kıymetlerin alımına getirilen kısıtlamaların kaldırılması, kurumsal yatırımcıların alternatif yatırım aracı olarak -tahsisli ya da halka arz- bu kıymetlere yatırım yapmalarını teşvik edilmesi ve kıymetlerin bilinirliğinin artırılması büyük önem taşımaktadır.

İKİNCİL PİYASANIN GELİŞİMİ

Özel sektör borçlanma araçlarının işlem görebileceği yeterli genişlik ve derinlikte bir ikincil piyasanın olmayışı, bu araçların fiyatlarının gerçekçi olarak belirlenmesinde ve likiditenin gerekli ölçüde sağlanmasında sıkıntı yaratmaktadır. İkincil piyasalar, birincil piyasaların etkin olarak çalışabilmesi açısından da önem taşımaktadır. Bu nedenle piyasa değerinin belirlenemediği ve likit olmayan özel sektör borçlanma senetlerine kurumsal yatırımcılar tarafından gelen talep düşük kalmaktadır.

Fiyat tespiti yapılışında ve likiditenin sağlanmasında kamu sektörü menkul kıymetleri örneğindeki gibi bir piyasa yapıcılığı sisteminin getirilmesi faydalı olabilir. Kamu menkul kıymetlerinde uygulanan piyasa yapıcılığının, mevcut sığ piyasada özel sektör borçlanma araçları için uygulanması mümkün olmamakla birlikte ihraççı kurumun piyasa yapıcılığını üstlenebileceği bir modelin oluşturulması kısa vadede çözüm olabilecektir. Böylelikle hem kesin alım-satım, hem repo işlemlerinin sağlıklı yürütmesinde büyük oranda sorun çözülmüş olabilecektir.

Ocak ayında yayınlanan yeni tebliğde ikincil piyasa işlemlerine ilişkin olarak, hem borsada işlem gören kıymetlerin borsa dışı alım-satım işlemleri, hem de borsada işlem görmeyen kıymetlerin alım satım işlemlerinde, aracı kurumların fiyat tekliflerinin TSPAKB tarafından belirlenecek bir veri yayın kuruluşu vasıtasıyla kamuya açıklanması zorunluluğu getirilmiştir. Borsa dışı işlemlerin şeffaflığı ve fiyatların bilinirliği açısından çok önem taşıyan söz konusu zorunluluğun, piyasa yapıcılığı sistemi getirilmesiyle daha da pekişmesi sağlanabilecektir.

Ülkemizdeki yatırımcıların kamu borçlanma senetleri yatırımları nedeniyle sahip oldukları bilgi birikimlerinin sağlayacağı avantaj da kullanılarak özel sektör borçlanma senetleri için hali hazırda “organize” edilmiş olan İMKB Tahvil Piyasasının piyasa katılımcıları açısından tercih edilebilir kılınması, işlem hacminde belirli bir büyüklük sağlanıncaya kadar işlem maliyetlerinin daha düşük tutulması gibi tedbirlerin alınması da yatırımcılar açısından ayrıca teşvik edici olacaktır.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

REPO – TERS REPO İŞLEMLERİ

Özel sektör borçlanma senetlerinin likide edilmesini ve fonlamasını sağlayabilecek önemli unsurlardan biri repo ve ters-repo işlemleridir. Seri: V, No:7 “Menkul Kıymetlerin Geri Alma ve Satma Taahhüdü ile Alım-Satımı Tebliği”nde borsada tescil edilmiş olmaları kaydıyla özel sektör borçlanma araçlarının repoya konu edilmelerine ilişkin bir engel bulunmamaktadır. Bununla birlikte, ilgili kıymetlerle yapılabilecek repo ve ters repo işlemleri SPK’nın 15 Haziran 2006 tarih ve 27/751 sayılı ilke kararı ile İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında, 29 Haziran 2006 tarih ve 29/819 sayılı ilke kararı ile ise borsa dışı tezgahüstü piyasalarda kısıtlanmıştır.

Özel sektör borçlanma araçlarının özellikle bankalardan talep görebilmesi için bu menkul kıymetlerin repo edilme imkanının getirilmesi gerekmektedir. DİBS’lerin repo konusu olarak ağırlıklı bankalardan talep gördüğü, özel sektör borçlanma senetlerinin ise aynı oranda talep görmesinin zaman alacağı bilinmektedir. Buna karşılık yatırımcıların bu kıymetleri sadece müşterileri ile yapılan repo işlemlerinde kullanabilmelerinin bile fonlama açısından önemli rahatlık sağlayacağı düşünülmektedir.

Özel sektör borçlanma araçlarının repo - ters repo işlemlerinde kullanılmasından imtina edilmesinin önemli sebeplerinde birinin, ihraççının kendi menkul kıymetlerini repoda kullanma ihtimali olduğu bilinmektedir. Bununla birlikte, ihraççının ve ortaklarının ihraç edilen kıymetle ikincil piyasada repo ve ters-repo işlemi yapmaları hususu mevzuat ile yasaklanarak, bu endişe giderilebilecektir.

Repo işlemlerine izin verilmesi halinde, İMKB, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)’nın altyapıları henüz hazır değildir. Özel sektör borçlanma araçlarına repo - ters repo işleminde kullanılabilme serbestisi gelmesi durumunda ilgili altyapının da sağlanması gerekecektir.

Yukarıda da ifade edildiği üzere, repo ve ters-repo işlemleri özel sektör tahvil ve bonosu gibi kıymetleri portföyüne alan ve vade sonuna kadar portföyünde taşımak durumunda kalan yatırımcıların fonlama ihtiyacı sebebiyle büyük önem taşımaktadır. Konuyla ilgili ilke kararlarının Kurulunuz tarafından tekrar ele alınması ve teknik alt yapının hazırlanması için gerekli kurumlarla irtibata geçilmesi büyük önem arz etmektedir.

TEMİNATLANDIRMA

Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişimine engel teşkil eden bir diğer önemli husus kıymetlerin teminatta kullanılmamasıdır. Söz konusu durum, repo ve ters-repo işlemlerine engel teşkil edebilecektir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Bilindiği üzere devlet bono ve tahvilleri, bankalarca repo işlemleri ve mevduat munzam karşılığı gibi araçlarda borçlanma teminatı olarak kullanılmaktadır. Halen yürürlükte olan TCMB repo genelgesi incelendiğinde, halka arz edilmiş olan özel sektör tahvilleri ve finansman bonolarının bankalar arası repo işlemlerinde %50 oranında teminat olarak kabul edildiği görülmektedir. Ancak müşterilerle yapılacak repolarda nasıl bir teminatlandırma yapılacağı bilinmemektedir. Müşteri repo işleminde, yatırımcı esasen aracı finansal kuruluşun riskini almakta, repoya konu edilen menkul kıymetler ise işlemin teminatı olmaktadır. %50 oranındaki değerlemenin müşteri reposunda da uygulanması şeklinde bir çözüm söz konusu olabileceği gibi, derecelendirmeye göre teminatlandırma da gündeme alınabilecek bir diğer yöntem olabilecektir. Tahvil ihracında derecelendirme yapılması zorunlu olmamasına karşın, derecelendirmenin esas alındığı bir teminatlandırma sisteminin getirilmesi halinde ihraççıların da bu yönde teşvik edilmesi sağlanabilecektir.

DÖVİZ CİNSİ TAHVİL İHRACI

Gelir ve/veya giderleri döviz üzerinden olan nitelikli firmalar bankalardan kullandıkları döviz bazlı kredilere alternatif bir fon kaynağı yaratmak amacıyla yine döviz bazlı tahvil ihraç etmek isteyebilmektedirler. Ancak, 22.04.2005 tarihinde Hazine Müsteşarlığı Banka Kambiyosu Genel Müdürlüğü'nce Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'ya gönderilen 23818 sayılı yazı ile, Türkiye'de yerleşik kişilerin Türkiye'de döviz üzerinden tahvil veya diğer sermaye piyasası araçları ihracı yapmasının mümkün olmadığı dile getirilmiştir. Söz konusu yazı bir görüş niteliğinde olup, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar ve SPK'nın tebliğlerinde döviz üzerinden tahvil ihracına ilişkin bir kısıtlama bulunmamaktadır.

Bilindiği üzere Türkiye'de döviz, sadece fonlama ve finansman amaçlı olarak değil, özellikle bankalardaki döviz tevdiat hesapları aracılığı ile tasarruf amaçlı da kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra döviz üzerinden devlet iç borçlanma senedi ihracı da yapılabilmektedir.

Türkiye'de döviz üzerinden kredi kullanımında herhangi bir kısıtlama olmayan ve gelirlerinin önemli kısmını döviz bazında elde eden firmalara yine döviz bazında tahvil ihraç etmeleri için imkan verilmesinin faydalı olabileceği ve söz konusu duruma bir istisna getirilebileceği düşünülmektedir. Aynı zamanda döviz cinsi yatırımı tercih eden tasarruf sahipleri tarafından da sermaye piyasalarına kazandırılacak söz konusu yeni ürünün önemli ölçüde ilgi göreceği tahmin edilmektedir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

DİĞER KONULAR

Vergilendirme

Özel sektör borçlanma araçlarının vergilendirilmesi konusu SPK'nın görev ve sorumluluğunda yer alan bir konu olmamakla birlikte, bu araçlar için önem arz etmesi sebebiyle hatırlatılmasının yararlı olacağı düşünülmüştür.

Şöyle ki, yurtiçi sermaye piyasalarında DİBS'lerin alıcılarına göre dağılımları incelendiği takdirde, finansal kurumsal yatırımcıların iç borç stokundaki ağırlığının oldukça fazla olduğu görülmektedir. Buna karşılık BSMV mükellefi finansal kurumların (bankalar sigorta şirketleri, aracı kurumlar), özel sektör borçlanma senetlerine yatırım yapmaları halinde DİBS'lere kıyasla dezavantajlı bir durum ortaya çıkmaktadır. Bahsi geçen finansal kurumlar, T.C Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen ıskontolu borçlanma senetlerinin itfası sırasındaki alım fiyatı ile itfa sırasında oluşan olumlu farklar ile kuponlu borçlanma senetlerinin kupon ödeme dönemlerinde gerçekleşen kupon ödemeleri üzerinden %0, alım satım kazançları üzerinden ise %1 BSMV ödemekte iken, özel sektör borçlanma senetlerinde ödedikleri BSMV %5'tir. Söz konusu durum finansal yatırımcıların özel borçlanma senetlerine ilgisi olumsuz etkileyen bir etmen olarak yerini almaktadır.

Borçlanma Araçları İhraç Maliyetleri

Mevcut hazırlanan raporda amaç, özel sektör borçlanma senetlerinin ihracı sırasında ve sonrasında yatırımcılar açısından karşılaşılan sorunları dile getirmek olmakla birlikte, kıymetlerin ihracında katlanılan kayıt ücreti ihraççılar açısından hala önemli bir maliyet teşkil etmektedir. Bu sebeple aşağıda konuyla ilgili tespit ve önerilere raporda ayrıca yer verilmiştir.

İhraç sırasında ihraççının karşılaştığı maliyetler, yatırımcılara ödenen faiz, vergiler, danışman firmalara ödenen ücretler ve kayıt ücretleri olarak 4 temel grupta görülmektedir.

İhraççının danışmanlarına ödediği ücretler; aracı kuruluşlar, danışmanlar ve ihraççı kuruluşun kendisi ile müzakere edilerek belirlendiğinden burada belirtilen ücretler danışman sıfatıyla

görev alacak kuruluşlar arasındaki rekabet doğrultusunda serbest olarak belirlenmektedir. Bu durum ilgili ücretlerin, ihraç tutarından bağımsız olarak belirlenmesine olanak vermektedir.

2006 yılından bu yana gerçekleşen borçlanma senedi ihraçları, SPK ve aracı kurumlar tarafından ihraç sırasında alınan ücretler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

(YTL)	İhraç Edilen Kıymet	Yıl	İhraç tutarı	Aracı Kurum Komisyonu	SPK Kayıt Ücreti	Toplam masraflar	Kayıt Ücretinin Oranı
Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri A.Ş.	T	2006	100.000.000	250.000	200.000	1.195.000	% 17
Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş.	T	2006	50.000.000	250.000	100.000	1.047.700	% 10
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	F	2007	60.000.000	v/y	120.000	v/y	v/y
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	F	2007	65.000.000	v/y	130.000	v/y	v/y
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	F	2007	105.000.000	v/y	210.000	v/y	v/y
C Faktoring A.Ş.	T	2007	20.000.000	v/y	40.000	v/y	v/y
Creditwest Faktoring Hizmetleri A.Ş.	T	2008	50.000.000	250.000	100.000	673.500	% 15
Koç-Fiat Tüketici Finansmanı A.Ş.	F	2008	40.000.000	v/y	80.000	v/y	v/y
C Faktoring A.Ş.	T	2008	20.000.000	v/y	40.000	v/y	v/y
Koç-Fiat Tüketici Finansmanı A.Ş.	F	2008	50.000.000	v/y	100.000	v/y	v/y
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	T	2008	150.000.000	225.000	300.000	637.500	%47

Kaynak: Komisyon bilgileri ilgili ihraca yönelik olarak kamuya duyurulan izahnamelerden derlenmiştir.

v/y: veri yok

T: Tahvil; F: Finansman Bonosu

Hisse ihraçlarında daha evvel kaldırılmış olan ancak borçlanma senetleri ihracı sırasında alınan “Damga Vergisi”, 6 Mart 2007 tarih 5582 sayılı Kanun ile borçlanma senedi ihraçlarından da kaldırılmıştır. Bu gelişme gerek ihraççılar, gerekse aracı kuruluşlar tarafından olumlu karşılanmıştır.

Menkul kıymet kazançlarından alınan ve 2006 yılı başında %15 olarak belirlenen “Menkul Kıymet Gelirleri Stopajı” 2006 yılı Mart ayında %10’a düşürülmüştür. Bu stopaj oranı, Bakanlar Kurulu’nun 13 Kasım 2007 tarih ve 27053 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 2008/14272 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile hisse senetleri alım satım işlemlerinden kaynaklanan gelirler için kaldırılmıştır. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hisse senetleri ve borçlanma senetleri ihraçlarından elde edilen gelirlerdeki stopaj oranında bir değişikliğe gidilmemiştir. Söz konusu stopaj oranlarının, tüm sermaye piyasası araçları için eşit olması gerektiği düşünülmektedir.

Menkul kıymet ihraçları sırasında karşılaşılan bir diğer maliyet kalemi, düzenleyici kurumlara ödenen kayıt ücretleridir. Türk Sermaye Piyasalarında gerçekleştirilen bir ihraç sırasında ihraççının maruz kaldığı maliyet kalemleri SPK ve İMKB kayda alma/kotasyon ile MKK ve Takasbank masraflarından oluşmaktadır.

Oransal olarak talep edilen bu masraflar içinde en yüksek tutar, SPK tarafından ihraççının her menkul kıymet ihracı sırasında talep edilen “Kurul Kayıt Ücreti”dir. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği tarafından Ocak 2008 yılında hazırlanan “Özel Sektör Borçlanma Araçları” raporunda görüldüğü üzere talep edilen bu ücret uluslararası uygulamalarda talep edilen kayıt ücretlerinin oldukça üzerindedir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Raporda yer verilen ulusal otoritelerin borçlanma senedi ihraçlarında talep ettikleri ücretler aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Düzenleyici Otorite		Kayıt İşlemleri	Yıllık Ücret (azami)
Financial Services Authority	İngiltere	4.475 £	15.875 £
Securities Exchange Commission ¹	A.B.D	500 \$ - 75.500 \$	-
CONSOB	İtalya	8.550 €	13.065 €
Financial Supervision Authority	Finlandiya	2.500 €	-
Comision Nacional de Valores ²	Arjantin	0,01% - 0,03%	-

1) SEC ve NASD kesintileri toplam olarak %0,01307'ye (onbinde 1,307) denk gelmektedir.

2) Arjantin'de bono ihraçları "programa bağlı" ve "programa bağlı olmayan" şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

Kaynak: TSPAKB, Özel Sektör Borçlanma Araçları, Ocak 2008

Şirket paylarının halka arzları sırasında gerçekleşen Kurul kayıt ücreti ödemeleri, şirketlerin ilk halka arzları ve ikinci halka arzları arasında önemli bir zaman farkı bulunması nedeni ile sık katılan bir maliyet olmamaktadır. Bununla birlikte tahvil ve finansman bonusu gibi borçlanma araçları şirketlerin sıklıkla başvurabilecekleri finansman kaynaklarıdır. Bu durum şirketleri kısa aralıklarla yüksek tutarda Kurul kayıt ücreti ödemek zorunda bırakmaktadır. Diğer ülke uygulamalarına paralel olarak kayıt ücretindeki amacın, şirketin sağlayacağı fondan belli bir pay almak yerine, sunulan hizmetin karşılığında düzenleyici otoriteye bir pay ödenmesi olmasının gerektiği düşünülmektedir.

Birden fazla ihraç gerçekleştiren kuruluşlardan Koç Tüketici Finansmanı A.Ş. 2006 yılından bu yana çıkardığı toplam 480 milyon TL tutarındaki tahviller ve finansman bonoları için toplam 960 bin TL; C Faktoring A.Ş. ise ihraç ettiği toplam 40 milyon TL tutarındaki tahviller için 80 bin TL tutarında Kurul kayıt ücreti ödemiştir.

SPK Kayıt ücreti, İMKB tarafından alınan oransal ücret ve tavan ücret uygulamasından farklı olarak, tavan sınırı olmaksızın, ihraç edilen her menkul kıymetin toplam tutarının binde 2'si oranında talep edilmektedir. Bu da özellikle yüksek tutarlı ve sık aralıklarla yapılan ihraçlar açısından önemli bir maliyet olarak ortaya çıkabilmektedir. Diğer ülke uygulamalarına paralel olarak kayıt ücretindeki amacın, şirketin sağlayacağı fondan belli bir pay almak yerine, sunulan hizmetin karşılığında düzenleyici otoriteye bir pay ödenmesi olmasının gerektiği düşünülmektedir. Borçlanma senetleri ihracında alınacak olan ücret oranının düşürülmesi ve/veya belirli bir tavan ücret sınırı konulmasının bu menkul kıymetlerin ihraçlarını teşvik etmek konusunda yararı olacağı düşünülmektedir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

ÖNERİ

Son dönemde piyasada bir çok firmanın genel kurullarında, yönetim kuruluna tahvil ihracına ilişkin yetki verilmesine yönelik kararlar alındığı görülmektedir. Bununla birlikte hali hazırda bir çok firmanın esas sözleşmesinde henüz böyle bir yetkilendirme maddesi söz konusu değildir. Aynı şekilde kurumsal yatırımcılar nezdinde de, esas sözleşmelerinde ya da iç tüzüklerinde portföylerine alabilecekleri kıymetler içerisinde özel sektör borçlanma araçlarının tanımlanmamış olması söz konusu olabilmektedir. Borçlanma araçlarının ikincil piyasasının gelişimi ve piyasanın aktif bir hale gelmesinin zaman alacağı bilinmektedir ancak bu süreçte söz konusu kıymetlerin alternatif yeni bir yöntemi olarak şirketler, alternatif yatırım aracı olarak ise kurumsal yatırımcılar tarafından benimsenmesine destek olunabileceği düşünülmektedir.

Bu sebeple aşağıdaki önerilerin uygulamaya geçirilmesinin önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır:

- Kurumsal yatırımcı talebinin teşviki önemlidir
- Bu ürünlerin “ikincil piyasa”sının gelişimi için düzenlemelere ihtiyaç vardır
- Bu ürünlerin likit hale gelmesi ve fonlanmasını sağlamak üzere repo-ters repo işlemlerine konu olmasını sağlayacak düzenlemelere ihtiyaç vardır
- Bu ürünlerin “teminat” olarak kullanılabilmesine ilişkin düzenlemeye ihtiyaç vardır
- İhraççı maliyetini yükselten unsurlardan “SPK kayıt ücreti” ve “vergi” konusuna ilişkin olumsuzluğun giderilmesi faydalı olabilecektir.
- Gerek SPK gerek diğer kurum ve meslek örgütleri (İMKB, BDDK, TSPAKB, Odalar vb.) tarafından hem yatırımcılara hem ihraççılara yönelik tanıtım çalışmaları ve toplantıların yapılması, gerektiğinde tarafımızca destek sağlanması önerilmektedir

Ek – 1: Özel Sektör Borçlanma Araçları Alt Çalışma Grubu çalışmasına ilişkin **30 Aralık 2008 tarih ve MA/UÜ/08-2339 sayılı yazımız**



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

BÖLÜM: II

SERMAYE PİYASASI ARACI KURUMLARININ İŞLEM MALİYETLERİNİN DÜŞÜRÜLMESİNE VE GELİRLERİNİN ARTTIRILMASINA YÖNELİK ÖNERİLER

Global krizin olanca şiddeti ile sürdüğü ve dünyanın önde gelen bir çok finans kurumunu yaraladığı günümüz koşullarında Türk sermaye piyasası aracı kurumları da zor günler geçirmektedir.

Ancak sektörümüzün sorunları global kriz kaynaklı değildir. Sektörün sorunları uzun yıllardır devam etmekte olup, kriz döneminde şiddetlenmiştir ve acil tedbir alınmasını gerektiren hususlardır.

Aracılık sektörü birkaç kurum dışında gelirinin tamamına yakınını İMKB ve VOBAS'ta aracılık ettiği işlemler nedeniyle müşterilerinden elde ettiği komisyonlardan sağlamaktadır. Bu gelirler ise aşağıda açıklayacağımız nedenlerle sürekli olarak düşmekte, buna karşın maliyetler yükselmekte olup, sektör bir darboğaz içine girmiştir.

1. Rakamlarla Sermaye Piyasaları

İMKB hisse senedi işlem hacmi 2008 yılında %14 oranında düşerek 333 milyar TL'ye gerilemiştir. Günlük ortalama işlem hacmi ise 1,33 milyar TL olmuştur. Tahvil piyasası işlem hacmi de aynı dönemde %17,3 daralmış, sadece repo hacmi %14 artmıştır. 2009 yılının ilk üç ayında ise **İMKB işlem hacmi geçen yılın aynı dönemine göre %28 gibi çok dramatik bir oranda düşüş göstermiş, diğer bir deyişle üçte bir oranında azalmıştır.**

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) işlem hacmi 2008 yılında %76 artışla 208 milyar TL'ye yükselirken, günlük ortalama işlem hacmi 829 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacmindeki yabancı payı ise %23'e ulaşmıştır. Ancak **2009 yılının ilk 3 ayında işlem hacmi beklentilerin aksine artmak bir yana % 4 oranında azalmıştır.** Ancak endeksteeki gerileme nedeniyle kontrat değerlerinin düşmesi işlem hacmindeki azalmaya neden olmuş, işlem miktarı açısından baktığımızda ise %62 oranında bir artış gerçekleşmiştir. Sadece endeks ve Dolar/TL kontratlarının işlem gördüğü ve borsa payının son derecede yüksek olduğu bu alanda işlem hacimleri ancak bu işlem maliyetinin düşürülmesine paralel artabilecektir. Öte yandan tarım ürünleri ve faize dayalı vadeli ürünlerde yeni düzenlemeler yapılması durumunda VOB işlem hacminde ciddi artışlar sağlanabilir. Opsiyonlar gibi yeni türev ürünlerin de önümüzdeki dönemde mutlaka piyasalara kazandırılması gerekmektedir. VOBAS'ın geçtiğimiz günlerde açıkladığı petrol ve altın kontratları ile CDF'lerin işlem görme hazırlıkları son derecede yerinde olup hem yatırımcılara ve aracı kurumlara hem de ülkemize yararlar sağlayacaktır.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Aracı kurumlar için önemli bir gelir kaynağı olan halka arzlar için 2008 yılı kötü bir yıldır. İMKB birincil piyasada sadece toplam tutarı 1.895 milyon dolar olan 3 halka arz gerçekleşti. Bir önceki yılda 3.389 milyon dolar ile 11 şirketin halka arzı yapılmıştı. **2009 yılında herhangi bir halka arzın şu anki konjonktürde yapılmasını beklemiyoruz.**

İMKB bünyesinde Gelişen İşletmeler Piyasası adı altında yeni bir piyasanın yakın vadede açılması beklenmektedir. Bu piyasanın başarılı olabilmesi için gerekli olan esnek kotasyon şartları, piyasa yapıcılık sistemi ve yapılabilirse özel teşvikler üzerinde bir seri düzenleme çalışmaları yürütülmektedir. Ancak İMKB’de zaten uzun yıllardır 2. Ulusal Pazar’da daha esnek kotasyon koşulları mevcut olmasına rağmen KOBİ’lerin buradan yararlanmadığı da bir gerçektir. Bu nedenle kamuoyunda yanlış algılamaya yaratmamak ve **KOBİ borsası olarak da bilinen bu yeni düzenlemeden çok fazla bir şey beklememek gerekmektedir.** Bu piyasa ancak kurumlar vergisi teşviki ile desteklenirse ciddi bir potansiyele ulaşabilir.

Ülkemiz sermaye piyasalarının ana sorunu yatırımcı azlığıdır. MKK verilerine göre 10.000 TL’nin üzerinde portföyü bulunan yatırımcı sayısı yaklaşık olarak 129.000 dir. Bu sayıda sektörün yapısal sorunları nedeniyle bir artış beklemiyoruz Bilakis **yatırımcıların geçen sene endekste yaşanan %52’lik düşüş nedeniyle portföyleri yarı yarıya erimiş ve işlem yapabilme kapasiteleri son derecede daralmış bir durumdadır.**

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının yatırımcı sayılarında önemli bir gelişme beklemiyoruz. Bireysel emekliliğin ise gelişmesini sürdürmesini bekliyoruz.

2. Aracı Kurumlarda 2009 Beklentilerimiz

Dünya genelinde tüm yatırım bankacılığını ve finansal kuruluşları etkileyen küresel kriz, ülkemizdeki aracı kurumları da etkilemeye devam etmektedir. Ancak sektörümüzün sorunları global kriz kaynaklı değildir. Aşağıda izah edilecek sorunlar uzun yılların birikimidir ve sektörü tehdit eder boyutlara ulaşmıştır.

Krizin ve ülkemizdeki rekabet şartlarının aracı kurumlar üzerindeki etkileri yayınlanan Eylül 2008 finansal performanslarından açıkça görülmektedir.

Ortalama komisyon oranları düşmeye devam etmektedir. Yatırımcı sayısının yıllardır arttırılamaması ve buna bağlı komisyona dayalı aşırı rekabet nedeniyle aracılık faaliyetlerinde **komisyon oranlarındaki düşüşün azalarak da olsa sürmesi beklenmektedir.** Bu ise özellikle sadece hisse işlemi ile gelir elde etmeye çalışan aracı kurumların karlılığını ve gelişmesini sınırlandırmaya devam edecek, şirket el değiştirmeleri gündemdeki yerini koruyacaktır. **(Komisyon oranları 2005’te binde 1.2, 2006’da binde 0.81, 2007’de binde 0.71, 2008’de binde 0.60)**



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Aracı kurumların geliri ve karı daha da azalacak. TSPAKB'nin yayınladığı aracı kurumların 9 aylık dönemi içeren mali sonuçlarına göre, aracı kurumların likit bir bilanço yapısına ve güçlü özsermayeye sahip olmalarına rağmen, sektörün toplam gelirlerinde yaşanan düşüşlerin ve faaliyet giderlerinde yaşanan artışların bir sonucu olarak 2007/09 döneminde **net kar** 258 milyon TL iken, 2008/09 döneminde **%45'lik düşüş** ile 142 milyon YTL'ye gerilemiştir. **Kar eden kurum sayısı geçen yıla göre üçte bir oranında gerilerken, zarar eden kurum sayısı kar eden kurum sayısını geçmiştir.** Gelirlerdeki azalma; İMKB toplam işlem hacminin düşmesi, komisyon oranlarının düşmeye devam etmesi, endeksteki düşüşe paralel müşteri varlıklarının azalması hatta sıfırlanması ve halka arz yapılamaması nedeniyle komisyon dışı gelirlerin azalmasından kaynaklanmaktadır. Aracı kurumların toplam gelirleri vadeli işlemler piyasası komisyonlarındaki artışa rağmen %9 düşerken, faaliyet giderleri %14 artış göstermiştir.

2009 yılında gerek hisse senedi işlem hacmindeki düşüş beklentisi, gerekse komisyon oranlarının bir miktar daha geriye çekilmesi ile aracı kurum gelirlerinin %20 civarında azalmasını bekliyoruz.

2009 yılında aracı kurumların daralmaları sürecektir. Sektörde toplam 104 aracı kurumdan 83'ü faaliyete devam ederken; **17 kurumun aracılık faaliyetleri kendi istekleri ile geçici olarak durmuş, 1'inin faaliyetleri SPK tarafından sürekli durdurulmuştur. 3 kurum ise 2009 yılında işlem gerçekleştirilmemektedir.** Önümüzdeki dönemde gelirleri biraz daha azalacak olan aracı kurumlar, krizin etkilerini en aza indirebilmek için maliyet azaltıcı tedbirler almaya devam edeceklerdir. **2008 başında 283 olan şube ve irtibat bürosu sayısı yıl sonunda 229'a gerilemiştir. Buna paralel olarak sektörde çalışan sayısı da 5.860'tan 5.101'e gerilemiştir.**

Şube ve irtibat büroları ile personel sayısında başlayan azalışın 2009 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Küçük ölçekli aracı kurumlarda kendi istekleri ile faaliyetlerini geçici olarak durdurma kararları devam edecektir.

3. Önerilerimiz

Krizin boyutlarının yoğun olarak yaşandığı bu dönemde uluslararası alanda finans sistemi üzerinde yapılan yeniden yapılandırma çalışmalarının ülkemiz sermaye piyasaları için de planlanması ve uygulanması yararlı olacaktır.

BU nedenle önceliğin sektörün yapısal sorunlarının giderilmesine (güven ve imaj sorunu, geçmişte TMSF'nin küçük ortak hisselerine el koyması nedeniyle doğan sorunlar, bu sorunların yeni hisse senetlerinde de meydana gelmesini önleyecek hiç bir düzenlemenin hala yapılmamış olması vb) dönük önlemlere verilmesi gerektiğini düşünmekle birlikte bu önlemlerin etkilerinin zaman alacağı da göz önünde bulundurulmalıdır.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Bu anlamda krizin etkilerinin 2009 yılında da devam edeceği düşünüldüğünde, sermaye piyasalarının en önemli kurumlarından biri olan aracı kurumların maliyetlerini düşürücü, gelirlerini arttırıcı ve yabancı kurumlarla rekabet imkanını arttırıcı önlemlerin bir an önce alınması ve bu amaçla girişimlerde bulunulması gerekmektedir.

Ülkemizdeki işlem maliyetleri son derecede yüksektir. **Sadece 2008 yılında aracı kurumlardan İMKB, MKK, VOBAS, Takasbank vb. kurumlara yapılan ödemeler 81.000.000 TL'yi bulmuştur. Sektörün aynı dönemdeki faaliyet karının da 82.000.000 TL olduğu göz önünde bulundurulduğunda ne denli yüksek maliyetler altında ezilmekte olduğu açıkça görülecektir.**

Acilen Hayata Geçirilmesi Gereken Öneriler

Aracı kurumlara yönelik kısa dönemde yapılabilecek en önemli katkı dünya normlarının çok üzerinde olan aracılık maliyetlerini azaltıcı düzenlemelerin acilen yapılması olacaktır. Bunlar arasında;

- Yetki belgeleri üzerinden ayrı ayrı alınan harçlar kaldırılmalı, tek bir belge üzerinden harç alınmalıdır. 2009 yılı için 162 bin TL olan bu rakam aracı kurumların yarısından fazlasının yıllık karından fazladır.
- Yatırımcıları Koruma Fonu'na aidat ödenmemelidir. Fonda biriken yaklaşık 150 milyon TL, sistemin riskinden daha fazladır. (İsme saklama ve yatırımcı blokajı gibi güvenlik sistemlerinin olması nedeniyle riskler sınırlı hale gelmiştir.)
- Kredi sözleşmelerinden alınan damga pulu kaldırılmalıdır.
- VOB borsa payı (yüzbinde 4), İMKB borsa payı seviyesine (yüzbinde 1) düşürülmelidir. Kamusal tekeli bir yetki kullanan VOBAS kar amaçlı bir A.Ş. gibi davranmamalıdır. Piyasanın gelişimi ve VOB işlem hacminin artması bakımından da bu indirim zorunludur.
- VOB kontratları üzerinden Takasbank'a aracı kurumlar tarafından yapılan ödemeler durdurulmalı ve Takasbank bu işlemler ile ilgili ödemelerini VOBAS'tan almalıdır.
- VOB da endeks kontratlarına getirilen vergi istisnası döviz kontratlarında da geçerli olmalıdır.
- Aracı kurumlar ve Bankaların VOB da kendi nam ve hesaplarına yaptıkları işlemlerden doğan kar/zararlarını BSMV ödemelerinde mahsup edebilmelerine olanak sağlanmalıdır.
- Gerek Takasbank'a gerekse MKK'ya yapılan ödemeler kriz sonuna değin %50 oranında azaltılmalıdır.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

- DİBS'ler ve Repolar üzerinden İMKB'ye ödenen borsa payları azaltılmalıdır.
- Sektördeki anlamsız komisyon ve haksız rekabeti azaltacak düzenlemeler yapılmalıdır.
- Uzun dönemli fon birikimi sağlayacak en önemli proje olan bireysel emeklilik sisteminde bireysel ve kurumsal katılımın artırılması için asgari ücret kadar olan matrahın yükseltilmesine yönelik düzenleme yapılmalıdır.
- Borsada uzun vadeli yatırımları ve halka açılmayı özendirmek amacıyla halka açık şirketlerde kar dağıtımından stopaj uygulaması kaldırılmalı ve temettü gelirlerinin tamamına vergi muafiyeti sağlanmalıdır.
- Organize ödünç piyasasının gelişmesi için çalışmalara devam edilmesinin yanı sıra ödünç işlemlerinde teminat akışkanlığı sağlanarak bu faaliyet alanının önü yerli kurumlar lehine açılmalıdır.
- Yurt dışı borsalarla arada büyük bir boşluk oluşturan ve yatırımcı mağduriyetlerine yol açan, işlemlerin yurt dışına kaymasına neden olan saat farklılıkları nedeniyle acilen İMKB'de ve VOBAS'ta işlem saatleri yurt dışı ile bir kaç saat daha paralel çalışmayı sağlayacak şekilde uzatılmalıdır.
- Aracı Kurumların tezgah üstü türev ürünlere aracılık yapabilmesinin önü bir an önce açılmalıdır.
- Hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri biran önce işleme açılmalıdır.
- Opsiyon sözleşmeleri biran önce işleme başlamalıdır.
- Türev ürün piyasalarının daha da gelişmesi ve yerli kurumların rekabet edebilmesi için BSMV gözden geçirilmeli, arbitraj ve aracılık amaçlı işlemler BSMV'den muaf tutulmalıdır.
- Özel sektör tahvil ihraçlarının gerçekleştirilmesinin önünde engel olan kurumsal yatırımcılar açısından BSMV sorununun, özel sektör tahvillerinin teminata kabul edilmesi ve repoya konu olması ile ilgili sorunların gözden geçirilmesi faydalı olacaktır.
- Aracı kurumların döviz işlemlerine aracılık faaliyetinin kapsamı efektif işlemleri dışında, yerli ve yabancı dahil tüm müşterilerinin spot ve vadeli döviz işlemlerine aracılık edebilecekleri şeklinde genişletilmelidir.
- Yatırım fonları aleyhine olan vergisel avantajın biran önce düzeltilmesinde fayda vardır. En azından borsa yatırım fonları katılma payları üzerindeki stopaj yükü kaldırılarak teşvik edilmelidir. Bu şekilde endeksin alımı ve satımı tek bir ürün kullanılarak yapılabilecek, spot ve vadeli piyasalardaki işlem hacmi ve komisyon geliri artacaktır.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

BÖLÜM : III

SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA AÇIĞA SATIŞTA BEYAN ZORUNLULUĞU ETRAFINDA ARACI KURUMLARIN YAŞADIĞI PROBLEMLER

Dünya Uygulamalarına İlişkin Genel Açıklamalar:

Uluslararası piyasalarda düzenleyici otoriteler arasında üzerinde anlaşılmış yeknesak bir ‘açığa satış’ tanımı bulunmamakla beraber uygulamalar dikkate alındığında; açığa satış işlemi, emrin verildiği anda sahip olunmayan sermaye piyasası aracının satışı, şeklinde tarif edilebilmektedir. Sahip olunmayan kıymetin satışı beraberinde açık pozisyonun; satış sonrasında alışının yapılarak veya en geç takas tarihinde ödünç alınmak suretiyle kapatılmasını teslim şartları nedeniyle zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasası araçlarının açığa satışı ve ödünç verme/almaya ilişkin kurallar beraber düzenlenmektedir.

Menkul kıymetin satış emrinin gerçekleştirilmesinden önce aynı değerde menkul kıymetin ödünç alınması veya satış emri verildiği anda ödünç alınabileceğinin sözleşme ile garanti altına alınması durumunda işlem kapalı açığa satış (covered-short) veya sadece açığa satış aksi durumda ise çıplak açığa satış (naked-short) olarak nitelendirilmektedir. Fiyatı suni olarak düşürerek piyasayı etkileyebileceği dikkate alındığında ve özellikle çıplak açığa satış işlemlerinin takas tarihinde teslim şartlarına uyulmaması riskini ortaya çıkarması nedeniyle açığa satış işlemlerine belli kısıtlamalar getirilmektedir.

1-Açığa Satış İşlemlerinde Fiyat Sınırı: SEC, yasanın 10a-1 maddesi ile borsaya kayıtlı bir kıymetin açığa satışı için ‘tick-test’ fiyat zorunluluğunu öngörmekteyken 2007 yılında yasada yapılan değişiklikler ile açığa satış uygulamasındaki kısıtlayıcı kurallar kaldırılmıştır. Madde 10a-1’de belirtildiği şekliyle borsada işlem gören bir hisse senedinin açığa satılabilmesi için; (i) sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden satışı (plus tick) veya (ii) en son gerçekleşen fiyatın bir önceki fiyattan daha yüksek olması durumunda satış işleminin en son gerçekleşen fiyat üzerinden (zero-plus tick) emir verilmesi gerekmekteydi. Ancak 2007 yılının ikinci yarısından itibaren “tick- test veya price test” olarak bilinen kurallar kaldırılmıştır.

2-Açığa Satışın Belirtilmesi Zorunluluğu: Fiyat sınırı ve açığa satışa ilişkin diğer kısıtlamalara uygun işlem yapılabilmesi için broker/dealer aldığı satış emrinin ‘short’ veya ‘long’ olduğunu işlem sırasında tespit etmek durumundadır. Mevzuata uygunluğunun izlenebilmesini teminen SEC ve NASD tarafından açığa satış işleminin bildirilmesini zorunlu kılan kurallar getirilmiştir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Ülkemiz Sermaye Piyasalarına İlişkin Açıklamalar:

İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sında (İMKB) yabancı yatırımcılar, işlem gören hisse senedi stokunun %70 civarını kontrol etmektedirler. Dolayısıyla, yabancı yatırımcılar piyasalarımızın likiditesine (hacimde yaklaşık % 20 olmasına karşılık işlemlerin “yönlü” olması nedeniyle yön belirleyici), kurumsal kimliğine ve genel gelişimine ciddi katkı yapmaktadırlar.

Açığa satış ile ilgili düzenlemeler, sermaye piyasalarımızın likiditesini ve gelişimini yakından ilgilendiren düzenlemelerdir. Ülkemizde Sermaye Piyasası Mevzuatında sermaye piyasası araçlarının açığa satışı, kredili alımı ve ödünç alma/verme işlemleri 14.07.2003 tarihli **Seri: V, No: 65** numaralı Tebliğ ile düzenlenmiştir.

Ülkemizde hali hazırda belirli hisse senetleri ödünce konu olabilmektedir. Hazine bonoları ve tahviller sadece piyasa yapıcısı (primary dealer) olan bankalarca ödünç olarak alınabilmektedir. 28/11/2005 tarihinde Takasbank bünyesinde organize Ödünç Pay Senedi Piyasası (ÖPSP) kurulmuştur. Dünyadaki örneklere paralel Türkiye'deki ödünç işlemlerinin önemli bir kısmı tezgah üstü piyasalarda gerçekleştirilmektedir.

Özellikle türev ürünlerin piyasa ile tanışması ile ödünç ve açığa satış işlemlerinde uyulması gereken kurallar piyasaların etkin işlemlerini kısıtlayıcı bir etkide bulunmaya başlamıştır. Türev ürün piyasalarının etkin bir şekilde çalışması için diğer şartlardan biri de açığa satış ve ödünç işlemleridir. Dayanak varlığın ödünç alınabilmesi ve açığa satılabilmesi etkin fiyat oluşması için hayati önem taşımaktadır.

Bu mektubu yazmamızın amacı, Seri: V, No: 65 numaralı Tebliğin, açığa satışla ilgili hükümlerinin, aracı kurumlara, inisiyatif sahibi olmadıkları konularda ciddi ve orantısız sorumluluk getirmesidir. Bu durum, aşağıda da örnekleriyle açıkladığımız üzere, açığa satışla ilgili diğer dünya ülkelerinin mevzuatı ile yaptığımız karşılaştırmalarda da tespit edilmektedir. Burada bu karşılaştırmaları yaparken, her ülkenin sermaye piyasası altyapısının farklılıklarının (örneğin saklama altyapısı) dikkate alınması, mevzuatla ilgili sorunların anlaşılmasında hayati önem taşıyan bir konudur.

Cari Mevzuatta Aracı Kurumların Yaşadığı Sorunlar:

Dünyada ve Türkiye'de genelde açığa satışlarda yatırımcılar genel olarak 2 kurala uymak durumundadırlar:

- Beyan Zorunluluğu (disclosure rule)
- Üst fiyattan satma kuralı (uptick rule)



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Ancak disclosure rule ile bizim burada kastımız, SPK mevzuatında yer aldığı şekliyle işlem anında işlemin açığa satış olup olmadığının tespiti ve emrin bu şekilde borsaya iletilmesidir. Çünkü bir çok yabancı ülkede “*beyan zorunluluğu*” ile kastedilen, işlem sonrasında işlemi yapan kurumsal yatırımcının açık pozisyonunu ilgili denetleyici otoriteye bildirmesidir. Bu anlamda da dünyanın anladığı “*beyan zorunluluğu*” bizim SPK mevzuatımızda yer alan “*beyan zorunluluğu*” tanımından ciddi anlamda farklıdır. Bu sebeple biz bu yazıda bu tür işlem sonrası yetkili otoriteye bildirme anlamında olan beyan zorunluluğuna “*bildirim zorunluluğu*” diyerek diğerinden ayıracağız.

Aşağıda detaylı bir şekilde açıklayacağımız üzere, ülkemiz SPK mevzuatı, beyan zorunluluğu hususunda, aracı kurumlara, ülkemiz saklama altyapısından kaynaklanan imkansızlıklar nedeniyle inisiyatif sahibi olmadıkları halde ciddi sorumluluk yüklemektedir.

Aracı Kurumlar, Yabancı Yatırımcıların Beyanlarının Doğruluğunu Tespit Edememektedir.

Sermaye Piyasası Mevzuatı Tebliğ Seri V; No:65 sayılı Tebliğin 24’ üncü maddesinin Seri V; 74 sayılı Tebliğ ile değişen 3’üncü fıkrasında yatırımcının (müşteri) açığa satış beyan zorunluluğu konusunda;

“Müşteri söz konusu beyanın doğruluğundan sorumludur. Aracı Kurum müşteri tarafından yapılan söz konusu beyanın doğruluğunun araştırılmasından, gerekirse doğruluğunun teyit edilmesinden ve gerekli belgelerin temin edilerek saklanmasından sorumludur” denmektedir.

Yine benzer şekilde aynı Tebliğin (Seri V; No:65) 28’inci maddesinde:

“Müşteri tarafından açığa satış emri olduğu yazılı olarak bildirilen emirlerin alınması veya aracı kurum tarafından 24 üncü maddenin üçüncü fıkrası kapsamında bir işlemin açığa satış olduğunun tespit edilmesi yahut aracı kurumun kendi hesabına açığa satış işlemi gerçekleştirecek olması durumunda, aracı kurum emri Borsaya iletirken emrin açığa satış emri olduğunu açıkça belirtir.

Müşteri tarafından açığa satış emri olduğu aracı kuruma yazılı olarak bildirilen ancak aracı kurum tarafından Borsa’ya açığa satış emri olduğu bildirilmeyen ve/veya aracı kurum tarafından 24 üncü maddenin üçüncü fıkrası kapsamında açığa satış niteliğinde olduğu tespit edilen ancak aracı kurum tarafından Borsa’ya açığa satış olduğu bildirilmeyen emirlerden dolayı cezai sorumluluk aracı kuruma aittir.”

Müşteri ve aracı kurum, yapmakla yükümlü oldukları her bir açığa satış bildiriminden dolayı ayrı ayrı olarak Tebliğ hükümlerine aykırılıktan sorumludurlar” denmektedir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Özet olarak, yukarıda alıntıladığımız Sermaye Piyasası Mevzuatı, açığa satışta, beyan zorunluluğunun, hem müşterinin, hem de aracı kurumun sorumluluğu olduğunu beyan etmesine rağmen, **müşterinin beyanının araştırılması, tetkiki ve teyidinin sorumluluğunu, en önemlisi de beyan zorunluluğunun ihlali durumunda cezai sorumluluğu aracı kuruma yüklemektedir.**

Problemin bu noktada oluşmakta olduğunu ifade etmek istiyoruz: Çünkü ülkemiz sermaye piyasalarında faaliyet gösteren aracı kurumlar, yabancı yatırımcılarla yaptıkları işlemlerde, müşteri emrinin ve ilgili beyanının doğruluğunu, saklama altyapısından kaynaklanan nedenler nedeniyle, araştırma, tespit ve teyit imkanından tamamıyla yoksundur. Ülkemiz sermaye piyasalarına yatırım yapan yabancı yatırımcılar - işlemlerini Türkiye’de faaliyet gösteren aracı kurumlar üzerinden gerçekleştirmekle birlikte - risk anlayışları ve/veya kendi iç mevzuatları gereği, tüm varlıklarını Türkiye’deki saklama bankalarında tutmaktadırlar.

Bu yabancı saklama bankaları, müşterilerine ait varlık bilgilerini - stok kontrolü amaçlı bile olsa - ilgili yabancı yatırımcı dışında hiç bir kişi veya kuruma vermemektedirler. **Dolayısıyla aracı kurumların, yabancı yatırımcılardan aldıkları bir emir sonrasında, söz konusu emrin gerçekleştirilmesi öncesinde, emrin açığa satış olup olmadığını tespit amacıyla, stok kontrolünü yapmaları mümkün değildir. Bu konu, varlıklarını yabancı saklama bankalarında tutan yabancı kurumsal yatırımcılarla çalışan tüm aracı kurumlar için bir sektör sorunudur.**

Hukukun temel ilkesi, kişinin haksız fiilden sorumlu tutulabilmesi için kusurlu olması gerekir; kusur, irade unsurunu şart koşar. Burada, aracı kurumlar, tamamıyla, kendi imkanları ve iradeleri dahilinde olmayan bir husustan sorumlu tutulmaktadırlar. Dolayısıyla mevzuatın öngördüğü aracı kurumların cezai sorumluluğunun, özellikle yabancı müşteriler söz konusu olduğunda, yerinde olmadığı kanaatindeyiz. Bu süreçte sadece işlemlere aracılık eden ve kural ihlallerini tespit ya da önleme imkanı bulunmayan aracı kurumlara gerçekleştirmeleri mümkün olmayan sorumluluklar yüklenmemelidir.

Beyan Zorunluluğu Dünyanın Önemli Piyasalarında Bulunmamaktadır

Gerek sermaye piyasası araçlarının son yıllarda hızlı gelişimi, gerekse işlemlerin yoğunluğu ve dolayısıyla pratik faydalarının tartışılır hale gelmesi nedeniyle, son 3–5 yılda genelde tüm ülkelerde açığa satışla ilgili sınırlamalar kaldırılmış veya azaltılmıştır. Bazı dönemlerde bir çok ülke kısa dönemli ve geçici sınırlamalar getirmekle beraber, bu fiyatların aşırı dalgalandığı kriz dönemleri ile sınırlıdır.

AB ülkelerinde bizdeki SPK mevzuatında yer alan şekliyle bir “beyan zorunluluğu” biz yaptığımız çalışmada tespit edemedik. Aynı şekilde ABD dışında bizdeki beyan zorunluluğuna benzeyen bir kısıtlama diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bulamadık.

Kaldı ki AB üyesi bir çok ülke, “*bildirim zorunluluğu*” anlamındaki beyan zorunluluğunu da yakın zamanda kaldırmıştır. (Örneğin: İngiltere, Yunanistan, Almanya, Fransa, İtalya, İsviçre).



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Açığa satış ile ilgili finansal kriz sonrasında ABD ve Avrupa’da yapılan kısıtlayıcı düzenlemeler daha çok karşılıksız açığa satış düzenleme ile ilgilidir ve geçicidir.

Türkiye’de açığa satış düzenlemelerinin dünya normlarına getirilmesi sonrasında, düzenleyici otorite olarak Sermaye Piyasası Kurulu her zaman, piyasalarda düzeni ve dalgalanmayı azaltmak amacıyla geçici önlemler alabilir düşüncesindeyiz.

Konu ile ilginç bir gelişme ise, Dünya Borsalar Federasyonu’nun (World Federation of Exchanges – WFE) Ocak ayında yapılan toplantılarında yaşanmıştır. Bu toplantılarda WFE’nin 2008 Ekim ayı itibarıyla Batı borsalarında başlayan açığa satış kısıtlamalarının etkileri üzerine yürüttüğü bir çalışmada, çarpıcı şekilde, bu kısıtlamaların olduğu hisse senetlerinin fiyatlarının, kısıtlamaların olmadığı hisse senetlerine göre istikrarsızlaştığı (fiyatın oluşmaması ve işlem hacminin ciddi şekilde daralması nedeniyle) tespitine ulaşıldığı dile getirilmiştir. Dolayısıyla, açığa satış imkansız kılacak düzenlemeler yerine, kontrol altında tutacak düzenlemelere piyasalarımızın ihtiyacı vardır ve dünya bu yönde ilerlemektedir.

Diğer yandan, İMKB’de Pasif Emirlerin İptal Edilememesi, Açığa Satış Olmayan Durumların Açığa Satış Gibi Görünmesine Yol Açmaktadır

Halihazırda İMKB’de pasif emirlerin iptali mümkün değildir. Bu durum, aracı kurumların yabancı müşteri emirlerini gerçekleştirmeleri sırasında, ortalama fiyattan alma ve hacim koşullarına uymak amacıyla aktif ve hızlı bir şekilde davranmasını gerektirmekte, pasif kalan emirler ise gerçekleşmesi durumunda veya gerçekleşeceği ihtimalinin çok yükselmesiyle tekrar satılmaktadır. Gerek tekrar satım sırasında, gerek fazla yapılan alım/satımların daha sonra müşteri hesabından aracı kurum hesabına hatalı işlem düzeltme formlarıyla devri sırasında blok emirlerin bölünememesi gibi sorunlar nedeniyle gün içi açığa satış yapılmış gibi görünen durumlar oluşmaktadır. Açığa satış yapılmadığı halde oluşan bu durumlar mevzuat karşısında aracı kurumları zor duruma sokmaktadır. Bu durum aracı kurumların sermaye risklerini de artıran bir durumdur.

Diğer yandan; işlem hacmi yoğun olan müşterilerde müşteri portföyünün anlık takibinde zorluklar yaşanmakta, gün içi alım satımlarda hesaplama hataları olabilmektedir. Bu nedenle bu tür müşteri kaynaklı hesaplama hatalarından oluştuğu bildirilen/tespit edilen satışlarda aracı kurumun sorumluluğu aranmamalıdır.

Bir diğer konu ise uptick kuralının dünyada belli başlı bir çok piyasada kaldırılmış olmasına rağmen, ülkemizde uygulanmaya devam etmesidir...

Yurtdışında çoğu gelişmiş piyasada artık uygulanmayan up-tick kuralı türev ürünlerin korunması (hedge edilmesi) için gerçekleştirilen aktif korunma stratejilerinin uygulanmasında da sorun yaratmaktadır. Piyasadaki fiyat hareketlerine göre pozisyonda değişim gerektiren bu stratejileri mevcut açığa satış uygulamaları ile yürütmek ek belirsizlik yaratmakta, bu da ürünlerin piyasada işlem görmesini engellemekte veya maliyetleri aşırı derecede artırmaktadır.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Örnek olarak alım hakkının alındığı veya satım hakkının satıldığı opsiyon işlemleri gösterilebilir. Bu işlemlerde korunma amacı ile piyasa fiyatının düştüğünde açığa satış miktarının arttırılması gerekmektedir. Hali hazırdaki uygulamada opsiyonun üstüne yazıldığı dayanak varlığın piyasa fiyatının düştüğü zamanlarda gerekli miktar pasif olarak satış kademesine yazılacak ve fiyatın düşmeye devam etmesi durumunda aktif satış yapılamadığından işlem gerçekleştirilemeyecektir. Bu da koruma stratejilerinin etkin olarak gerçekleştirilememe riskini ortaya çıkarmakta ve piyasa oyuncularının bahsi geçen işlemleri yapmalarını engellemektedir.

Buradan hareketle, kısaca önerimiz 01.01.2010'dan yani 2009 sonundan itibaren itibaren İMKB de müteselsil sıra numarası uygulaması başlayacağı beklentisinden hareketle, bu tarihten itibaren up tick kuralının kaldırılmasının daha uygun olacağı yönündedir.

Özet olarak;

1. Sermaye Piyasası Mevzuatımızda yer alan ve aracı kurumların hiç bir inisiyatifi olmadığı halde sorumluluğu olduğu açığa satışta beyan zorunluluğu ile ilgili yeni bir düzenleme yapılmasını ve aracı kurumların bu konudaki cezai sorumluluğunun kaldırılmasını talep etmekteyiz. Diğer yandan, yabancı ve yerli yatırımcı ayırımı yapmanın zor olacağı ve doğru olmayacağı düşüncesiyle, tüm yatırımcılar için beyan zorunluluğunun yukarıda bahsettiğimiz dünyanın önde gelen piyasalarında olduğu şekilde Türkiye'de de yeni bir düzenleme ile kaldırılması gerekmektedir.
2. Türev ürünler veya yapılandırılmış stratejiler gibi ikinci nesil ürünlerin uygulanmasını güçleştiren açığa satış işlemlerinde pasif emir yollama zorunluluğununsa (up-tick kuralının); 01.01.2010'dan itibaren İMKB de müteselsil sıra numarası uygulaması başlayacağı beklentisinden hareketle bu tarihten itibaren kalkmasının daha uygun olacağı yönündeki önerimizi de dikkatinize arz etmek isteriz. Piyasanın şeffaflığı ve suistimalin önlenmesi açısından açığa satış tuşu yani bildirim uygulamasına devam edilmesinin yerinde olacağı kanısındayız. Önerilen değişiklik piyasanın işleyişini geliştireceği gibi spot piyasaya, türev ve yapılandırılmış ürünlere ve de ödünç işlemlerine likidite sağlayacaktır.

Bu çalışmanın, Türk mevzuatını çoğu gelişmiş piyasada uygulanan mevzuata paralel bir konuma getirecektir; böylece Sermaye Piyasası Mevzuatımızın AB mevzuatı ile uyumlulaştırılması çabalarına da katkı sağlayacağına inanmaktayız.