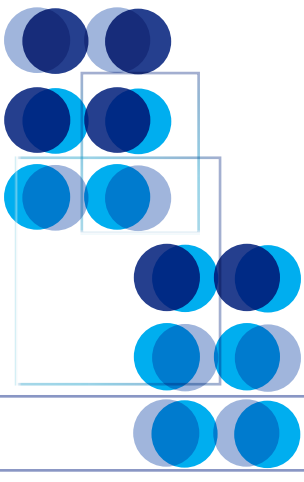




sermaye piyasasında

GüNDeM

SAYI 84 AĞUSTOS 2009

ISSN 1304-8155

Amerika ve Asya Pasifik Karbon Borsaları (sayfa 8)



Finansal Krizin Etkileri ve Bankacılık Sektörü Semineri (sayfa 4)



Kredi Derecelendirme Kurumları (sayfa 20)



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

Birliğin 103 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 144 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 Yardımcısı/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
tspakb@tspakb.org.tr

Basım

Graphis Matbaa

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,

Krizin ardından, özellikle gelişmiş ülkelerde finansal istikrarın yeniden sağlanması için krizin nedenlerinin sorgulandığı ve oluşturulacak yeni finansal sisteme ilişkin önerilerin sunulduğu kapsamlı çalışmalar yürütülüyor. Global finansal mimari yeniden şekillendiriliyor. Makro ve mikro denetim mekanizmaları, muhasebeleştirme standartları ve risk yönetimi gibi bir çok konunun irdelendiği bu çalışmaları biz de yakından takip ediyoruz. Biliyoruz ki bu çalışmaların yansımaları zamanla ülkemizde de görülecek.

Son dönemdeki çalışmalarda ve uluslararası platformlarda mercek altına alınan konulardan birisi kredi derecelendirme kuruluşlarının yetersiz denetimi olarak öne çıktı. Bu anlamda, özellikle son yirmi yıldır yayınladıkları derecelendirme notlarıyla yatırım kararlarında önemli etkileri olan bu şirketlerin iş modelleri ve tabi oldukları denetim kuralları gözden geçiriliyor. Krizin derinleşmesinde önemli bir etken olduğu düşünülen derecelendirme konusundaki uluslararası düzenlemeleri ve kredi derecelendirme şirketlerini incelediğimiz raporu ilerleyen sayfalarda bulabilirsiniz.

Bununla beraber, Temmuz ayında yürürlüğe giren aracı kuruluş varantı tebliğinde de kredi derecelendirmesine ilişkin çeşitli hususlar mevcut. Tebliğe göre bu ürünler yalnızca uluslararası kredi derecelendirme

notu "yatırım yapılabilir" kurumlar tarafından ihraç edilebiliyor. Bu koşulun varant piyasasının gelişmesinde bir engel olabileceğini düşünüyoruz. Ülkemizin uluslararası kredi notu henüz yatırım yapılabilir seviyede olmadığından yurtiçindeki ihraççı kurumların da yatırım yapılabilir derecede not almaları mümkün görülüyor. Bu nedenle, daha önce yatırım fonu ihraçlarında uygulandığı üzere, varantlar için de ulusal derecelendirme notlarının değerlendirmeye alınması bu konudaki endişelerin azalmasına katkıda bulunacaktır.

Değerli okurlar,

Finansal ürün çeşitliliğinin sermaye piyasası için ne kadar önemli olduğunu birçok kez dile getirdik. Zenginleştirilmiş ürün çeşitliliğinin İstanbul'un finans merkezi olma yönündeki hedefi için de vazgeçilmez bir koşul olduğunu düşünüyoruz. Bu anlamda yurtdışındaki sermaye piyasalarında, hisse senetleri, tahvil ve bonolar gibi geleneksel ürünlerin yanı sıra emtiaya dayalı farklı enstrümanlar da işlem görüyor. Örneğin, gelişmiş ve sanayileşmiş ülkeler, Kyoto Protokolü çerçevesinde sahip oldukları emisyon haklarının alım satımını çeşitli piyasalarda yapabiliyor. Protokol ülkemizde de Ağustos ayında yürürlüğe girecek, ancak ülke olarak yükümlülüklerimiz 2012 yılından sonra başlayacak. Yakın gelecekte, iklim değişikliği konusunda yurtdışındaki yapılanmaların ülkemizde de oluşmasını bekliyoruz. Konuyla ilgili çalışmamızı bu sayımızda sizlere sunuyoruz.

Birlik olarak hem küresel finansal mimarinin yeniden yapılandırılması konusundaki çalışmalara destek vermeye, hem de küresel piyasalardaki gelişmelerden sizleri haberdar etmeye devam edeceğiz.

Saygılarımla,

E. Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

Finansal Krizin Etkileri ve Bankacılık Sektörü Semineri

Sermaye Piyasası Kurulu ve Birliğimiz tarafından, 27 Temmuz 2009 tarihinde London Business School'dan Prof. Julian Franks'ın konuşmacı olarak katıldığı "Finansal Krizin Etkileri ve Bankacılık" konulu bir seminer düzenlendi.

Basın mensuplarının da izlediği seminere, DSP ve TÜRMOB Başkanı Masum Türker, SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray, BDDK Başkanı Tevfik Bilgin, TCMB Başkan Yardımcısı Erdem Başçı, Sermaye Piyasası Kurulu Üyesi Emin Özer, SPK Başkan Yardımcısı Hamdi Selçuk Tuğrul, Takasbank Genel Müdürü Emin Çatana, MKK Genel Müdürü Yakup Ergincan, VOB Genel Müdürü Çetin Ali Dönmez, İMKB Başkan Yardımcısı Aydın Seyman, Birliğimiz üye temsilcileri, halka açık şirket yöneticileri ve akademisyenler katıldı.

Prof. Julian Franks yaptığı sunumda, finansal krizin ardından gelişmiş ülkelerde banka mevduatına verilen devlet güvencesinin bankacılık sektörüne etkileri konusundaki incelemelerini aktardı. Sağlanan mevduat güvencesinin bankaların sermaye maliyetini azalttığı yönünde algılandığını dile getiren Prof. Franks, bu uygulamanın bankaları yüksek kaldıraç oranına teşvik ettiğini dile getirdi. Julian Franks, yüksek riskli stratejilerin kısa vadede özsermaye getirisini yükseltse bile uzun vadede yıkıcı etkileri olabileceğine değindi.



Julian Franks bu noktada sektörün, temel bankacılık faaliyetleriyle ilgilenen 'dar bankacılık' ve riskli işlemler yürüten 'karmaşık bankacılık' olarak ikiye ayrılması gerektiğini vurguladı. Bu ayrımın olmaması durumunda, mevduat garantisinin temel bankacılık faaliyetleri yerine yüksek riskli işlemleri teşvik eden bir araç haline geleceğini söyledi. Prof. Franks, bu ayrımın karmaşık ve dar bankacılık faaliyetlerini bir arada yürüten uluslararası bankaların yapısını da etkileyeceğini ifade etti.

Seminerin ardından düzenlenen akşam yemeğinde ise Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray "Finansal Regülasyonun Geleceği" konulu bir sunum yaptı. Akgiray konuşmasında, yaşanan krizlerden düzenleyici ve denetleyici kurumların bir takım dersler çıkardığını belirterek her krizden sonra regülasyonların ve düzenleyici kurumların gözden geçirilmesi ihtiyacının ortaya çıktığını ifade etti. Akgiray "2007-2008 krizinin etkilerini reel sektör halen yaşıyor. Sosyal maliyeti yüksek krizler yaşıyoruz. Bundan sonra yeni dünyada regülasyonun hedeflerine iyi bakıp ona göre yapılanmak lazım. Son yıllardaki teknolojik bağımlılık gösterdi ki finans sisteminin ciddi bir sıkıntıya düşmesi tüm sistemi etkiliyor. Finansal sistemin istikrarını sağlamak düzenlemenin en önemli görevidir." dedi.

Uzun vadeli tasarruflarını, uzun vadeli hedeflerini finansal piyasalarda yatırıma bağlayan insanlar için risk ölçekbilmenin önemini belirten Vedat Akgiray, "Bugün ortalama bir yatırımcı riski ölçmekten acizdir.





Bizim düzenlemedeki bir işimiz de küçük yatırımcıların bireysel hisse senetlerine, bonolara değil kurumsal portföylere, fonlara, kolektif yatırım araçlarına yönelmelerini sağlamaktır. Böylelikle biz, küçük yatırımcıyı daha rahat koruyacağımızı düşünüyoruz. Kurumsal yatırımın önemini vurgulamak ve o pazarın büyümesi için elimizden geleni yapmak mecburiyetindeyiz.” dedi.

“Şu anda hitap ettiğimiz piyasa için düzenlemeyi biraz basitleştirmeli ve hafifletmeliyiz ama düzenlemediğimiz, denetlemediğimiz pazarlarda da yeni düzenleme yapmalıyız” diyen Akgiray, düzenleme ve denetlemenin, sorumlu kurumların kendilerine verilen işi yapmaktan öte kendilerini yenilemekten geçtiğini ifade etti.

Öte yandan, sermaye piyasasındaki sorunların yargıya yansımadan çözümüne yönelik mekanizmaların işletilmesi gerektiğini vurgulayan Akgiray, yargı sürecinin uzamasının tüm taraflar için adaletsizlik doğurduğunu söyledi. Akgiray, konuşmasının sonunda ‘erken uyarı’ sistemi üzerinde çalıştıklarını belirtti.

Çağrı Esasları Tebliğ Taslağı

Sermaye Piyasası Kurulunca kamuoyunun görüşüne açılan ve halka açık anonim ortaklıkların hissedarlarına yapılacak zorunlu ve isteğe bağlı çağrıya

ilişkin ilke ve esasları düzenleyen “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı”na yönelik görüşlerimiz SPK’ya iletilmiştir.

İngilizce Raporumuz Yayınlandı

İlki geçen yıl hazırlanan “Turkish Capital Markets 2008” raporu Temmuz ayında yayınlandı. Rapor da Türkiye sermaye piyasası, aracı kurum sektörünün faaliyetleri ve mali yapısı ile sermaye piyasası kurumları ve düzenlemeleri ele alınıyor.

Üyelerimize, üniversitelere, sermaye piyasası çevrelerine ve yurtdışındaki ilgili kuruluşlara gönderilen raporda, aracı kurum sektörünün 2008 yılı performansı üzerine kapsamlı bir çalışma sunuluyor.

Sermaye piyasası kurumlarının büyük ilgi gösterdiği rapora, Birliğimizin internet sitesinden ulaşılabilir.



Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

12-13 Eylül 2009 tarihlerinde yapılacak Lisanslama Sınavlarına yönelik olarak, Birliğimizce Temel Düzey, İleri Düzey, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı eğitimleri planlanarak internet sitemizde üyelerimize duyurulmuştur.

Lisanslama sınavlarına hazırlık eğitimlerinin tarihleri tabloda yer almaktadır. Eğitimlere başvurular 31 Temmuz 2009 akşamına kadar devam etmektedir. Eğitimlerle ilgili tüm detaylara internet sitemizde Eğitim bölümünden de erişilebilir.

Lisans Yenileme Eğitimleri

Temmuz ayında, Temel Düzey Lisans Yenileme eğitimi 6, İleri Düzey ve Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı Lisans Yenileme eğitimleri ise birer kez düzenlenmiştir. Bu eğitimlerden, 30 ve 31 Temmuz 2009 tarihli Temel Düzey Lisans Yenileme eğitimi Ankara’da yapılmıştır. Düzenlenen eğitimlere toplam 250 kişi katılmıştır.

Ağustos-Eylül 2009 Lisanslama Eğitim Programı			
Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
11-13 Ağustos	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	İleri Düzey	3 gün
14-15 Ağustos	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
15 Ağustos	Takas ve Operasyon İşlemleri	Temel Düzey	1 gün
16 Ağustos	Tahvil ve Bono Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
18-19 Ağustos	Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar	İleri Düzey	2 gün
18 Ağustos	İlgili Vergi Mevzuatı	Temel Düzey	1 gün
19 Ağustos	Hisse Senedi Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
20-21 Ağustos	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün
22 Ağustos	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel Düzey/İleri Düzey	1 gün
23 Ağustos	Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Temel Düzey	1 gün
25-26 Ağustos	Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku	İleri Düzey	1,5 gün
28 Ağustos	Muhasebe, Takas ve Operasyon İşlemleri	Türev Araçlar	1 gün
31 Ağustos/ 1-2 Eylül	Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
31 Ağustos/ 1-2 Eylül	Finansal Yönetim	İleri Düzey	3 gün
3-4 Eylül	Kurumsal Yönetim	Kurumsal Yönetim Derecelendirme	2 gün
3-5 Eylül	Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi	Türev Araçlar	3 gün
5-6 Eylül	Genel Ekonomi	Temel Düzey	2 gün
6 Eylül	Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma	Türev Araçlar	1 gün
7 Eylül	İlgili Vergi Mevzuatı	İleri Düzey	1 gün

Ocak-Temmuz 2009 Dönemi Yenileme Eğitimleri Katılımcı Sayıları								
Lisans Türü	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Toplam
Temel Düzey	244	178	258	388	251	297	206	1,822
İleri Düzey	202	120	95	80	90	65	20	672
Türev Araçlar	45	44	45	30	-	67	-	231
Takas ve Operasyon İşlemleri	18	-	-	15	-	-	-	33
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	30	40	40	14	-	-	24	148
Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzm.	-	-	-	10	-	-	-	10
Kredi Derecelendirme Uzmanlığı	-	-	12	-	-	-	-	12
Toplam	539	382	450	537	341	429	250	2,928

Lisans yenileme eğitimleri katılımcı sayılarına ilişkin bilgiler tabloda yer almaktadır.

Yeni Lisans Belgeleri

Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 30.05.2009 tarih ve 27243 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VIII, No:59 sayılı Tebliği ile mevcut lisans belgelerine Temel Düzey Müşteri Temsilciliği Lisansı, Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği Lisansı ve Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu Lisansı eklenmiştir.

Söz konusu değişikliklerin açıklanması ve konuya dair bilgi verilmesi amacı ile 22 Temmuz 2009 tarihinde aracı kurum, 23 Temmuz 2009 tarihinde banka temsilcilerine yönelik bilgilendirme toplantıları düzenlenmiştir.

Sektörün mevzuattan gelen lisanslama ve sicil tutma konularındaki yükümlülüklerinin de tartışıldığı toplantılarda, yeni oluşturulan lisans belgelerinin sektördeki lisanslı personel açığına etkisi ve bu lisans belgeleri ile üstlenilebilecek görevler hakkında sektör temsilcileri bilgilendirilmiştir. Yeni lisans bel-

Temel Düzey	İleri Düzey	Türev Araçlar	Temel Düzey	Türev Araçlar	İleri Düzey
Genel Ekonomi	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	Genel Ekonomi	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	Genel Ekonomi ve Mali Sistem
Sermaye Piy.Mevzuatı İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar	Sermaye Piy.ve İlgili Mevzuat Ticaret ve Borçlar Hukuku	Sermaye Piy.ve İlgili Mevzuat Ticaret ve Borçlar Hukuku	Sermaye Piy.Mevzuatı İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar	Sermaye Piy.ve İlgili Mevzuat Ticaret ve Borçlar Hukuku	Sermaye Piy.ve İlgili Mevzuat Ticaret ve Borçlar Hukuku
Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları
Hisse Senedi Piyasaları	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	Muhasebe, Takas ve Operasyon İşlemleri	Hisse Senedi Piyasaları	Muhasebe, Takas ve Operasyon İşlemleri	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar
İlgili Vergi Mevzuatı	İlgili Vergi Mevzuatı	İlgili Vergi Mevzuatı	İlgili Vergi Mevzuatı	İlgili Vergi Mevzuatı	İlgili Vergi Mevzuatı
Tahvil ve Bono Piyasaları	Finansal Yönetim	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi	Tahvil ve Bono Piyasaları	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi	Finansal Yönetim
Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Muhasebe Denetim ve Etik Kurallar	Türev Araçlar	Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Türev Araçlar	Muhasebe Denetim ve Etik Kurallar
Temel Finans Mat. Değerleme Yön. Muh. ve Mali Analiz	Analiz Yöntemleri	Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma	Temel Finans Mat. Değerleme Yön. Muh. ve Mali Analiz	Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma	Analiz Yöntemleri
Takas ve Operasyon İşlemleri			Takas ve Operasyon İşlemleri		

gelerine ilişkin bilgiler aşağıda özetlenmektedir.

- Temel Düzey Müşteri Temsilciliği lisansına sahip olabilmek için; Temel Düzey sınavında belirtilen 6 modülün ya da İleri Düzey sınavında belirtilen 5 modülün her birinden en az 60, ortalamada en az 70 puan alınarak başarılı olunması gerekmektedir.
- Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği lisansına sahip olabilmek için; Temel Düzey sınavında belirtilen 6 modül ile Türev Araçlar sınavında belirtilen 2 modülden ya da İleri Düzey sınavında belirtilen 5 modül ile Türev Araçlar sınavında belirtilen 2 modülün her birinden en az 60, ortalamada en az 70 puan alınarak başarılı olunması gerekmektedir.
- Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu Lisansına sahip olabilmek için; Türev Araçlar sınavında belirtilen 1 modülden en az 70 puan alınarak başarılı olunması gerekmektedir.

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı 29 Temmuz 2009 tarihi itibarıyla 30.793'e ulaşmıştır. 12.344 kişi, herhangi bir sermaye piyasası kurumunda çalışmamakta

olup bu kişilere ait toplam 10.927 adet lisans bulunmaktadır.

Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 17.476'sının lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış olup başvuruların 17.039 adedi sonuçlandırılmıştır.

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

29.06.2009 – 29.07.2009 tarihleri arasında borsa dışında işlem gören özel sektör tahvilleri içerisinde Creditwest Faktoring Hizmetleri A.Ş. tahvilinde, 226 adet sözleşme ile toplam 23.932.945 TL işlem hacmi gerçekleşmiştir.

Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	9,485	9,326	98
İleri Düzey	3,975	3,92	99
Türev Araçlar	1,284	1,254	98
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	1,191	1,103	93
Takas ve Operasyon	418	416	99
Kredi Derecelendirme	352	332	94
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	365	327	90
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	334	304	91
Konut Değerleme	72	55	76
Toplam	17,476	17,039	97



AMERİKA VE ASYA-PASİFİK KARBON BORSALARI

Sanayileşmedeki artış, teknolojiye gelişmeler, tüketici ihtiyaçlarında artan çeşitlilik ve daha birçok sebep, doğrudan dünyanın ekolojik dengesini bozan faktörler arasındadır. Bozulan bu denge, günlük hayatta çeşitli olumsuzluklara sebep olurken, en fazla dile getirilen ise iklim değişikliğine olan etkisidir.

İklim değişikliği ile mücadele konusunda Birleşmiş Milletler (BM) öncü olmuştur. 1992’de Rio de Janeiro’da yapılan Birleşmiş Milletler Çevre ve Gelişim Konferansında iklim değişikliği ile mücadele için uluslararası kamuoyunda ortak bir sınır çizilmesi kararına varılmıştır. Bu amaçla, BM İklim Değişikliği Çerçeve Anlaşması (United Nations Framework Convention on Climate Change-UNFCCC) hazırlanmıştır. Bu kapsamda 1997’de Japonya’nın Kyoto kentinde kabul edilen ve Kyoto Protokolü olarak adlandırılan anlaşma, getirdiği piyasa mekanizmaları ile dünya genelinde emisyon miktarını azaltmayı amaçlamaktadır.

“Sermaye Piyasasında Gündem”in Haziran 2009 sayısında “Avrupa’da Karbon ve Enerji Borsaları” başlıklı makalemizde Kyoto Protokolü ve getirdikleri, Avrupa Birliği’nin konuya yaklaşımı ve Avrupa’da emisyon ticareti konusunda faaliyet gösteren belli başlı borsaları incelemiştik. Bu ayki yayınlımızda ise Kyoto Protokolü’nün yanında gönüllü emisyon indirimi faaliyetleri ile dünyanın diğer coğrafyalarındaki emisyon ticareti incelenecektir.

I. KYOTO PROTOKOLÜ VE PİYASA MEKANİZMALARI

Kyoto Protokolü, halihazırda ABD ve birkaç ülke dışında, BM üyesi 184 ülke tarafından imzalanmıştır. Protokol ülkeleri üç gruba ayırmıştır. Ek-I olarak gruplandırılan ülkeler 1992 itibarıyla OECD üyesi olan ülkeler ile eski Doğu Bloku ülkeleridir. Bu grupta

Güney Kıbrıs ve Malta hariç diğer AB üyesi ülkeler ve ABD’nin yanı sıra Rusya ve Türkiye gibi sanayileşmiş 40 ülke bulunmaktadır. Bir diğer grup olan Ek-II’de; Ek-I’e dahil OECD üyesi olan, ancak eski Doğu Bloku ülkesi olmayan ülkeler bulunmaktadır. Gelişmiş ülkeleri kapsayan bu gruba önceleri Türkiye de dahil idi. Ancak bu grupta yer alan diğer ülkelere nazaran ekonomik yapısının farklı olması, kişi başına düşen emisyon miktarı gibi sebeplerle Türkiye’nin sadece Ek-I ülkesi olarak sınıflandırılması kararlaştırılmıştır. AB-15 ülkelerinin de dahil olduğu toplam 23 ülke bu grupta yer almaktadır. Son grup ise Ek-I Olmayan ülkeler olarak sınıflandırılmıştır. Bu grup geliştirmekte olan 150 ülkeyi kapsamaktadır. Bu ülkeler iklim değişikliğinden en fazla etkilenebilecek ülkeler olarak değerlendirilmektedir.

Protokol, Türkiye ve Beyaz Rusya’nın haricindeki Ek-I ülkelerine (bu ülkeler Ek-B ülkeleri olarak anılmaktadır) 2008-2012 yılları arasında emisyon miktarlarını 1990 yılına kıyasla belirlenen oranlarda indirme yükümlülüğü getirmiştir. Bu indirimi yapmak için üç piyasa bazlı mekanizma sunulmuştur.

İlk mekanizma olan **ortak uygulama mekanizmasında**, Ek-I ülkeleri diğer Ek-I ülkelerindeki emisyon azaltma projelerine katılabilir. Bu projeler sonucunda elde edilecek ve 1 ton CO₂’e denk gelen “emisyon azaltma birimleri-ERU”, ülkenin yapması gereken indirim miktarına dahil edilmektedir.

İkinci mekanizma olan **temiz kalkınma mekanizmasında** ise Ek-I ülkeleri, Ek-I olmayan ülkelere katıldıkları emisyon azaltıcı projelerde yine 1 ton CO₂’e denk gelen “sertifikalandırılmış emisyon azaltma birimleri-CER” kazanmaktadır. Ortak uygulamaya benzer şekilde kazanılan bu birimler, söz konusu ülkenin yükümlülüklerinde göz önünde tutulmaktadır.

Son mekanizma ise **emisyon ticaretidir**. Ülkelerin kendilerine verilen emisyon izinlerinin piyasa man-

tığı içinde alınıp satılabilmesi şeklinde işleyen bir mekanizmadır. Bir ülke, kendisine verilen emisyon iznini aşması durumunda, aşılın bu kısmı emisyon izni fazlası olan diğer ülkelerden satın alarak yükümlülüğünü yerine getirebilmektedir.

Avrupa Birliği, üye ülkelerin Kyoto Protokolü yükümlülüklerini yerine getirebilmelerine yardımcı olabilmek için AB Emisyon Alım-Satım Sistemini (EU Emissions Trading System-EU ETS) 1 Ocak 2005 tarihinde devreye sokmuştur. Sistem, üye şirketlere verilen emisyon izinlerini alıp-satma imkanı sağlamıştır. EU ETS, AB'nin iklim değişikliği ile mücadele stratejisinin bir parçasını oluşturmaktadır. Bu konuda atılmış ilk uluslararası yapılanma olan sisteme, 27 AB üyesi ülkenin yanında, Avrupa Ekonomik Bölgesi ülkelerinden İzlanda, Lihtenştayn ve Norveç de dahildir. Avrupa çapında faaliyet gösteren belli başlı borsalar ile AB uygulamasının detaylarına Birliğimiz yayınlarından "Sermaye Piyasasında Gündem" in Haziran 2009 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz.

II. GÖNÜLLÜ KARBON EMİSYONU İNDİRİMİ VE TÜRKİYE

Kyoto Protokolü, 2008-2012 yılları arasında Ek-B ülkelerinin emisyon ticareti ile Kyoto yükümlülüklerini yerine getirebilmelerini öngörmüştür. Türkiye'nin de aralarında olduğu diğer ülkeler için ise belirlenen tarih aralığında herhangi bir yükümlülük getirilmemiştir. Ancak, 2009 sonunda Kopenhag'da düzenlenecek Taraflar Konferansında 2012 sonrası için, tam net olmasa da, tüm dünya ülkelerinin almalari gereken yükümlülüklerin şekillenmesi beklenmektedir.

Ek-B ülkeleri emisyon ticareti yapabilirken, Türkiye'nin de dahil olduğu diğer ülkeler ancak gönüllü bir şekilde emisyon indirimi yapmaktadır. Temiz

kalkınma ve ortak uygulama mekanizmalarına bağlı olarak üretilen, ancak sertifikalandırılmış emisyon azaltma birimleri (CER) standartlarını sağlamayan bu gönüllü emisyon indirimleri, UNFCCC tarafından akredite edilmiş kurumlar tarafından onaylanmaktadır. Bu indirimler, onaylanmış emisyon indirimi (verified emission reduction-VER) olarak tanımlanmaktadır. VER ürünleri 1 ton CO₂'e denk gelecek şekilde düzenlenmekte olup tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir.

Gönüllü karbon piyasasında; ormanlaştırma, enerji etkinliği, yenilenebilir enerji üretimi, güneş enerjisi gibi emisyon azaltıcı projelerden elde edilen veya bireyler ve kurumların yaptıkları emisyon indirimi karşılığında elde ettikleri emisyon indirimi birimleri işlem görmektedir. Bu birimler tezgahüstü piyasalarda alınıp-satılmaktadır. Diğer taraftan, ABD gibi Kyoto'ya taraf olmayan ülkelerde ise, ileride daha detaylı olarak bahsedilecek çeşitli karbon borsalarında da işlem görabilmektedir.

2007 Temmuz ayında, karbon ve çevresel ürünler piyasaları konusunda çalışan Ecosystem Marketplace ve New Carbon Finance şirketlerinin ortak yayınladığı Gönüllü Karbon Piyasasının Durumu 2007 (State of Voluntary Carbon Markets 2007: Picking Up Steam) raporuna göre, 2006 yılında gönüllü karbon piyasalarında 24 milyon ton CO₂ işlem görmüştür. Bu işlem hacminin 10 milyon tonu ise ileride anlatılacak olan Şikago İklim Borsasına aittir. Aynı dönem itibarıyla işlem yapılan 24 milyon ton CO₂'in maddi değeri ise 91 milyon \$ olarak açıklanmıştır.

Aynı raporda, 2006 yılında 9,7 milyon ton CO₂'lik işlem yapan 26 kurumun hacimleri proje ve coğrafi dağılım bazında incelenmiştir. Buna göre işlemlerin

Proje ve Coğrafi Bazda OTC İşlemleri Dağılımı-2006 (1000 Ton CO₂)

	Kuzey		Güney					
	Asya	Afrika	Amerika	Amerika	Avrupa	Avustralya	Toplam	Pay
Ormanlaştırma	19	328	2,343	659	128	28	3,505	36%
Yenilenebilir Enerji	1,823	188	296	456	300	111	3,173	33%
Endüstriyel Gaz	0	0	1,183	800	0	0	1,983	20%
Enerji Verimliliği	251	40	28	7	106	87	518	5%
Metan	28	0	184	1	39	0	253	3%
Diğer	27	0	141	0	16	60	244	3%
Toplam	2,147	556	4,175	1,923	589	286	9,676	100%
Pay	22%	6%	43%	20%	6%	3%	100%	

Kaynak: State of Voluntary Carbon Markets 2007: Picking Up Steam

yarısına yakını Kuzey Amerika'da gerçekleşmiştir. Onu sırasıyla Asya ve Güney Amerika takip etmektedir. Dağılım proje bazında incelendiğinde ise %36 ile ormanlaştırma projeleri önde gelmektedir. Yenilenebilir enerji kaynakları %33, endüstriyel gaz projeleri ise %20'lik paya sahiptir.

Tezgahestü piyasalarda işlem gören emisyon indirimi birimleri çeşitli standartlar çerçevesinde belirlenmektedir. Emisyon indirimi standartlarının bazıları raporun ilerleyen bölümlerinde anlatılacaktır. Ancak dünya genelinde kullanılan belli başlı standart ve uygulamalar aşağıdaki gibidir.

i. Standart Belirleyicilerin Uygulamaları:

- Uluslararası Standartlar Kurumunun (International Organization for Standardization-ISO) çıkardığı ISO-14064 standartları,
- Edinburgh Karbon Yönetim Merkezi (Edinburgh Center for Carbon Management-ECCM) tarafından çıkarılan ve Biyolojik İklim Araştırmaları ve Geliştirme Merkezi (Bioclimate Research and Development-BR&D) tarafından yürütülen, tarım-ormancılık projeleri için tasarlanmış Plan Vivo standartları,
- Emisyon indirimi projelerini onaylama konusunda çalışan TÜV SÜD firmasının geliştirdiği VER+ Standartları,

ii. Bölgesel ve Yerel Uygulamalar:

- ABD'nin Kaliforniya Eyaleti tarafından kurulan Kaliforniya İklim Hareketi Kayıtları (California Climate Action Registry-CCAR),
- Avustralya hükümetinin gönüllü karbon karşılığı düzenlemesini destekleyen Sera Gazı İnisiyatifi (Greenhouse Friendly Initiative),
- Temiz kalkınma mekanizması işlemleri ve danışmanlığı konusunda çalışan Brezilyalı Ecologica'nın geliştirdiği Social Carbon Metodoloji ve Sertifikalandırma Programı,
- Öncelikle Kuzey Amerika'ya yönelik olarak hazırlanan; yenilenebilir enerji, sera gazı emisyon indirimi ve enerji verimliliği konusunda çalışan kâr amacı gütmeyen bir organizasyon olan Center for Resource Solutions tarafından yürütülen Green-E Sera Gazı Ürünleri Standartları,

iii. Özel Organizasyon Uygulamaları:

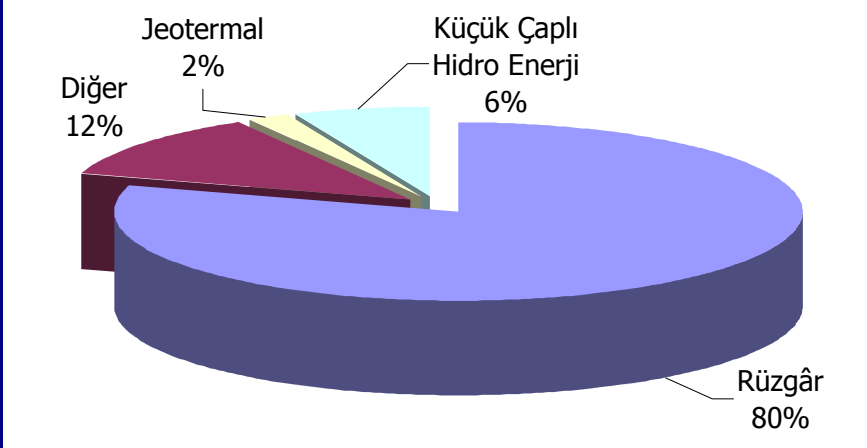
- Aralarında uluslararası banka ve finansal kurum-

ların bulunduğu çeşitli kuruluşlar Avrupa Karbon Yatırımcı Hizmetleri (European Carbon Investor Services-ECIS) adı altında birleşmiştir. Bu organizasyonun karbon birimleri için Kyoto mekanizmalarına benzer yapıda hazırladıkları Gönüllü Karbon Karşılık Standartları (Voluntary Carbon Offset Standard),

- İklim, Toplum ve Biyolojik Çeşitlilik İşbirliğinin (Climate, Community and Biodiversity Alliance-CCBA) geliştirdiği standartlar da kullanılmaktadır. Bu işbirliği üyeleri arasında birçok birey, hükümet ve özel sektör kurumlarıyla beraber çalışan ve doğanın korunmasının bu katılımcıların politikalarının bir parçası yapılmasını amaçlayan Conservation International kurumu bulunmaktadır. Bir diğer üye ise Kaliforniya Eyaletinde kâr amacı gütmeyen ve ekolojik açıdan önemli toprak ve su kaynaklarının korunması amacıyla çalışan Nature Conservancy organizasyonudur.
- ABD merkezli şirketlere iklimin korunması konusunda yardımcı olan, kâr amacı gütmeyen İklim Dengesi Ağı (Climate Neutral Network) uygulamaları,
- Dünya Vahşi Yaşamı Koruma Fonu (World Wildlife Fund-WWF) ve çeşitli kurumlar tarafından oluşturulmuş, yenilenebilir enerji ve enerji verimliliği projeleri konusunda geliştirilmiş Gold Standartları,
- Sürdürülebilir Kalkınma İçin Dünya İş Konseyi (The World Business Council for Sustainable Development-WBCSD) ile Dünya Kaynakları Enstitüsünün (World Resources Institute-WRI) ortaklaşa oluşturduğu Sera Gazı Protokolü (WBCSD/WRI GHG Protocol),
- İklim Grubu, Uluslararası Emisyon İşlemleri Birliği ve Dünya Ekonomik Forumunun oluşturduğu Gönüllü Karbon Standartları (Voluntary Carbon Standards-VCS) bulunmaktadır.

Daha önceden bahsedildiği gibi, Türkiye gönüllü karbon emisyonu indirimi yapabilmektedir. Bu doğrultuda enerji projelerinden sağlanan emisyon indirimleri tezgahestü piyasalarda satılabilmektedir. Haziran 2009 itibarıyla 44 proje, WWF'nin Gold Standartları çerçevesinde emisyon indirimlerini onaylatmak için başvurmuştur. Bu projelerden dokuz tanesi onaylanmıştır. Ağırlıklı olarak rüzgar enerjisi projelerinin bulunduğu başvurular arasında jeotermal, atık yönetimi ve küçük çaplı hidro-enerji projeleri bulun-

Türkiye'de Gold Standartlarına Göre Beklenen Yıllık Gönüllü Emisyon İndirim Birimlerinin Proje Bazında Dağılımı



Kaynak: Gold Standards Foundation

maktadır. Projeler ağırlıklı olarak Ege bölgesinde yoğunlaşırken; Ankara, Osmaniye, Hatay, Kırşehir, İstanbul, Tekirdağ, Karabük gibi illerde de geliştirilmiş projeler bulunmaktadır.

Bahsedilen 44 proje dahilinde yıllık yaklaşık 4 milyon ton CO₂ emisyonuna denk gelen karbon biriminin üretilmesi planlanmaktadır. Bunun 3 milyon tonluk kısmının rüzgar enerjisi projelerinden elde edileceği öngörülmektedir. 2007 ve 2008 yıllarında Türkiye'den ikiyeşer projenin Gold Standartları bağlamında sırasıyla toplam 112.000 ve 146.000 tonluk karbon birimi işlem görmüştür.

Çevre kirliliğinin önlenmesi ve sera gazı emisyonunun düşürülmesi konusunda önemli bir başlık olan yenilenebilir enerji kaynaklarından enerji üretimi, TBMM'nin de gündemindedir. İlgili komisyondan geçen teklif, yenilenebilir enerji kaynağından (hidroelektrik, rüzgar, jeotermal, biyokütle, güneş) üretilen enerjinin, diğer enerji türlerine kıyasla daha yüksek fiyattan alım garantisi öngörmektedir.

III. TEMİZ KALKINMA VE İKLİM KONUSUNDA ASYA-PASİFİK ORTAKLIĞI

Amerika ile Asya-Pasifik bölgesinde bulunan yedi ülke (ABD, Avustralya, Çin, Japonya, Güney Kore, Kanada ve Hindistan), kalkınma ve temiz enerji

teknolojilerinin transferi ile uygulamaları konusunda ortak hareket edebilecekleri kamu-özel sektör uygulamalı bir işbirliği başlatmıştır. Gönüllü olarak üye ülkelerin katıldığı bu platformda, artan enerji ihtiyacı ile beraber oluşan hava kirliliği, enerji güvenliği ve iklim değişikliği konusunda ortak hareket edilmesi amaçlanmıştır.

Temiz Kalkınma ve İklim Konusunda Asya-Pasifik Ortaklığı (Asia-Pacific Partnership on Clean Development and Climate-APP) olarak adlandırılan bu İnisiyatif, ilk defa Temmuz 2005'te Güneydoğu Asya Ülkeleri

Birliği ASEAN'nın 38. Bakanlar Toplantısında tartışılmıştır. Ocak 2006'da ise Sydney'de resmi kuruluşu kamuoyuna duyurulmuştur.

APP üyeleri, ekonomik büyüme ile beraber sera gazı emisyonlarını azaltacak uzun dönemli enerji teknoloji transferlerini de hedeflemektedir. Ayrıca üyeler, kendi ülkelerindeki sürekli kalkınma ve enerji stratejileri konusunda bir paylaşım yaparken, sera gazı emisyonlarının azaltılması konusunda da yeni çözümler aramayı amaçlamaktadır. Daha önceden belirtildiği gibi Ortaklık, gönüllü olarak üyelerin katılımıyla oluşmuştur. Kyoto Protokolü ile ülkelere zorunlu bir emisyon indirimi getirilirken APP, üyelerine emisyon indirimi konusunda ülke bazında ve mekanizmalar konusunda zorunlu olmayan hedefler koyabilmektedir.

Hazırlanan çalışma planı çerçevesinde belirtilen sekiz başlıkta kamu ve özel sektörün katılımıyla çalışma grupları kurulmuştur. Bu başlıklar şöyledir:

- temiz fosil enerji,
- yenilenebilir enerji,
- enerji üretimi ve dağıtımı,
- çelik,
- alüminyum,
- çimento,
- kömür madeni,
- inşaat.

Bu çalışma grupları kısa ve orta vadede konu ile ilgili yapılabilecekleri anlatan detaylı bir uygulama planı hazırlayacaklardır. İlgili başlıklarda çeşitli projeler geliştirilirken bunların değerlendirmeleri yılda bir defa toplanarak yapılmaktadır. Gruplar alüminyum üretimi sırasında çıkan perflorakarbon gazlarının azaltılması, daha az enerji tüketimi sağlayan bina inşaat yöntemleri, güneş enerjisinden yararlanma projeleri, demir-çelik sektöründe en iyi enerji koruma teknolojilerinin gösterileceği karşılaştırmalı bir bilgilendirme dokümanının hazırlanması gibi projeler hazırlamaktadır. Ekim 2007'de Yeni Delhi'de yapılan toplantıda 100'ün üzerinde proje kabul edilmiştir.

Ortaklığın Kyoto Protokolüne alternatif olması, özellikle Kyoto'yu kabul etmeyen bazı ülkeler ve çeşitli iş çevreleri tarafından desteklenmektedir. Kyoto, 2012 sonrası için Çin ve Hindistan'a sera gazı emisyonları konusunda harekete geçmeleri için bazı yükümlülükler getirirken, bu ülkeler ile benzer durumda olan Meksika, Rusya ve çeşitli ASEAN ülkeleri de APP'ye katılma konusunda ilgilerinin olduğunu belirtmiştir. Ancak Ortaklıkta zorunlu bir emisyon indirim hedefinin olmaması, ortaklığın amacına ulaşamayacağı yönünde eleştirilere yol açmıştır.

IV. AMERİKA KARBON BORSALARI

Avrupa'da olduğu gibi diğer kıtalarda da karbon borsaları bulunmaktadır. Kyoto Protokolünü halihazırda kabul etmemesine karşın, ABD'de çeşitli karbon borsası uygulamaları mevcuttur.

A. ŞİKAGO İKLİM BORSASI VE ŞİKAGO İKLİM VADELİ BORSASI

Çevresel ürünlere dayalı borsalar kurup işletmekle ilgilenen İngiltere merkezli Climate Exchange, Avrupa İklim Borsası'ndan (European Climate Exchange-ECX) sonra ABD'de benzer yapıda iki borsa kurmuştur. Bu borsalarda CO₂ emisyon indirimine yönelik ürünlerin yanı sıra, çeşitli çevresel ve yenilenebilir enerji kaynak kullanımını teşvik edici ürünler işlem görmektedir.

1. Şikago İklim Borsası

2003 yılında faaliyetlerine başlayan Şikago İklim Borsası (Chicago Climate Exchange-CCX), aktif sera gazı emisyonunun azaltılması için gönüllülük esasında kurulmuş olan ilk borsadır.

Borsa üyeleri ağırlıklı olarak doğrudan sera gazı emisyonu yapan kurumlardır. Bu üyeler, CCX Emisyon İndirim Takvimine bağlı olarak emisyon indirim taahhüdünde bulunurken, yıllık olarak gerçekleştirdikleri emisyon indirimlerini kaydettirmektedir. Aralarında otomotiv, kimya, madencilik, elektrik üretimi, elektronik, sağlık, orman ürünleri gibi çok çeşitli alanlarda faaliyet gösteren 120 civarında üye bulunmaktadır.

CCX üyeleri, gönüllü ancak yasal olarak yıllık emisyon miktarları konusunda bağlayıcı bir taahhütte bulunmaktadır. Üyelere, emisyon durumları ve CCX Emisyon İndirim Takvimi göz önünde tutularak yıllık emisyon limitleri dağıtılmaktadır. Emisyon fazlası bulunan şirketler bunu satabilir veya saklayabilirken, emisyon açığı bulunan şirketler ise CCX Karbon Finansal Ürünlerini (CCX CFI) satın alabilmekte veya daha önceki yıllardan devreden izinlerini kullanabilmektedir.

CCX hedeflerini iki aşamalı olarak belirlemiştir. Birinci aşamada, şirketlerin 1998-2001 yılları arasındaki ortalama emisyon miktarları baz alınmıştır. Her şirket bu baz değerler üzerinden 2003-2006 yılları arasında en az yıllık %1, toplamda ise %4 emisyon indirimi yapacağına dair taahhütte bulunmuştur.

İkinci aşamada ise, şirketlerin yine 1998-2001 yılları

Baz Yıla Göre Hedeflenen İndirim Oranları	Aşama 1-2	
	Üyeleri	Üyeleri
2003	1.00%	-
2004	2.00%	-
2005	3.00%	-
2006	4.00%	-
2007	4.25%	1.50%
2008	4.50%	3.00%
2009	5.00%	4.50%
2010	6.00%	6.00%

Kaynak: CCX

arasındaki ortalama emisyon miktarları ya da tek başına 2000 yılındaki emisyon miktarları baz alınmaktadır. Buna göre, 2010 sonunda toplam indirimin %6 olması hedeflenmiştir. 2007’de ikinci aşamaya katılan şirketler ise baz değerler üzerinden 2007-2010 yılları arasında yıllık en az %1,5; toplamda ise yine %6 emisyon indirimi yapacaklarına dair taahhütte bulunmuştur.

Diğer taraftan, faaliyetleri sebebiyle doğrudan değil ancak dolaylı olarak elektrik kullanımı, hava ve karayolu ulaşımı ile kendi faaliyetleriyle emisyonu sebep olan kurumlar ilişkili üye (associate member) statüsünde borsaya üye olabilmektedir. Bu üyeler, dolaylı olarak sebep oldukları emisyonun tamamını, 2010 yılından itibaren karşılayacakları taahhüdünde bulunmaktadır. Bunu yaparken öncelikle ilişkili üyelerin yıllık emisyon miktarları bağımsız bir kurum tarafından tespit edilirken, CCX üzerinden ihtiyaçlarını karşılayacak kadar CCX CFI satın alabilecektir. Bu üyeler arasında profesyonel şirketler, müze ve kültürel aktiviteler konusunda faaliyet gösteren kurumlar, araştırma ve bilim merkezleri, hizmet ve perakende sektöründen katılımcılar bulunmaktadır. 80 civarında ilişkili üye bulunmaktadır.

Ayrıca borsada herhangi bir emisyon indirimi konusu ile ilgilenmeyen, sadece ilgili araçların alım-satımını yapan bireyler ve kurumlar da likidite sağlayıcı olarak yer almaktadır. Bunlar arasında piyasa yapıcılar, hedge fonlar, yerel traderlar vardır. Halihazırda 80 civarında likidite sağlayıcı bulunmaktadır.

Borsada tarım, ormancılık, atık yönetimi, yenilenebilir enerji, enerji verimliliği ve yakıt çevrimi konularında çalışan kurum veya kişiler sera gazını azaltıcı veya yok eden projeleriyle CCX’de Karşılık Sağlayıcı (Offset Providers) veya Karşılık Toplayıcı (Offset Aggregator) olarak yer alabilmektedir. Bu projeler ile sağlanan indirimler, CCX’in yetkilendirdiği bağımsız kuruluşlar tarafından onaylanmaktadır. Karşılık Sağlayıcı, projesi ile borsaya kayıt olup, yarattığı emisyon azaltımını doğrudan borsada satan kişi veya kurumlardır. Karşılık Toplayıcılar arasında ise enerji ve karbon odaklı ürünler konusunda çalışan yatırım şirketleri, enerji korunması ve verimliliği konusunda çalışan kamu kurumları, ağaç ve ürünleri konusunda çalışan şirketler gibi çeşitli sektörlerden farklı

kurumlar bulunmaktadır. Karşılık toplayıcılar, daha önceden bahsedilen tarım, ormancılık, atık yönetimi gibi karşılık projelerinin temsilcisi olarak borsada yer almakta ve bu projeler adına borsada satım işlemleri yapmaktadır. Yıllık 10.000 tonun altında CO₂’e denk gelecek karşılık projeleri ancak bir karşılık toplayıcı aracılığı ile borsada satılabilmektedir. Halihazırda 40 civarında karşılık sağlayıcı, 100 civarında karşılık toplayıcı bulunmaktadır.

Borsada işlem gören CCX CFI kontratları 100 ton CO₂’e denk gelmektedir. Bu kontratlar Borsa İzinleri (Exchange Allowances) ve Borsa Karşılıklarını (Exchange Offsets) içermektedir. Borsa İzinleri, emisyon yapan üyelerin emisyon durumları ve CCX Emisyon İndirim Takvimine bağlı olarak çıkarılmaktadır. Borsa Karşılıkları ise yenilenebilir enerji, ormanlaştırma, temiz kalkınma mekanizması gibi doğadan emisyon azaltan projeleri ifade etmektedir.

2. Şikago İklim Vadeli İşlemler Borsası

Şikago İklim Borsasının bir iştiraki olan Şikago İklim Vadeli İşlemler Borsası (Chicago Climate Futures Exchange-CCFE) 2004’te faaliyete geçmiştir. CCFE, emisyon izinleri ile diğer çevresel ürünlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü bir borsadır. Borsanın takas işlemleri ABD’li vadeli işlem sözleşmesi takas kurumu olan Clearing Corporation tarafından yapılmaktadır.

İşlem gören ürünler arasında çeşitli vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bulunmaktadır. Ürünler üç başlık altında toplanabilir.

i. Emisyon Azaltım Birimlerine Dayalı Ürünler
ABD’nin Kaliforniya eyaleti tarafından kâr amacı gütmeyen bir organizasyon olarak California Climate Action Registry (CCAR) kurulmuştur. Bu kurum, sera gazı emisyonlarını azaltmak isteyen şirketlerin sera gazı emisyonlarını kayıt altına almaktadır. Bu organizasyonun üyeleri kendi sera gazı emisyonlarının ölçülmesi, onaylanması ve kamuya açıklanması konusunda gönüllüdür. Organizasyona, elektrik üretimi, petrol-gaz, üretim, biyoteknoloji gibi çeşitli sektörlerden 300’ün üzerinde kurum üyedir. CCAR’ın sera gazı emisyonlarına yönelik Climate Action Reserve (CAR) isimli bir karşılık (offset) programı bulunmak-

tadır. Bu program çerçevesinde çıkarılan ve emisyon indirimine yönelik projeler sonucunda elde edilen İklim Koruma Birimlerine (Climate Reserve Tons-CRT) dayalı vadeli işlem sözleşmeleri bulunmaktadır. Her CRT, bir ton sera gazına denk gelmektedir. Sera gazı emisyonuna sebep olan ve bunları yok edebilen kişi ve kurumlar, projelerini CAR'da kayıt ettirebilmektedir. Bu vadeli işlem sözleşmelerine dayalı opsiyonlar da Şikago İklim Vadeli İşlemler Borsası'nda işlem görebilmektedir.

Borsada, Kyoto Protokolünde tanımlanan temiz kalınma mekanizması ile oluşan sertifikalandırılmış emisyon azaltma birimlerine ve CCX tarafından ihraç edilen CCX CFI'ya (CCX Carbon Financial Instrument) dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmektedir. Bu vadeli işlem sözleşmelerinin yanında ayrıca bunlara dayalı opsiyonlar da bulunmaktadır.

Farklı bir ürün olarak Bölgesel Sera Gazı İnisiyatifi'nin (Regional Greenhouse Gas Initiative-RGGI) CO₂ emisyon izinlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri de işlem gören ürünler arasındadır. RGGI; Connecticut, Delaware, Maine, Maryland, Massachusetts, New Hampshire, New Jersey, New York, Rhode Island ve Vermont eyaletlerinin katılımıyla oluşturulmuş emisyon alım-satımının yapıldığı bir programdır. RGGI, ABD'de devlet denetiminde yapılmış ilk emisyon alım-satım programıdır. Program, 25 MW'tan fazla kapasitesi olan ve fosil yakıttan elektrik enerjisi elde eden enerji üretim merkezlerini kapsamaktadır. Halihazırda İnisiyatif kapsamındaki 10 eyaletin emisyon miktarı toplam 188 milyon ton CO₂'tir. Program, ilk uygulama aşaması olan 2009-2014 yılları arasında toplam emisyonu, İnisiyatif kapsamında mevcut seviyede sabitlemeyi hedeflemektedir. 2015 yılından itibaren ise İnisiyatif kapsamındaki emisyonun %2,5 azaltılması hedeflenmektedir.

ABD Çevre Koruma Ajansı (Environmental Protection Agency-EPA), Asit Yağmuru Programı çerçevesinde nitrojenoksit (NO_x) ve sülfür (SO₂) emisyonlarını 1980 yılı seviyesinin altına indirmeyi hedeflemektedir. Bu amaçla çıkarılan emisyon izinlerine dayalı vadeli işlem sözleşmesi ve opsiyon kontratları da CCFE'de işlem görmektedir.

ii. Endekslere Dayalı Ürünler

Genel olarak temiz enerji sektöründe faaliyet gös-

teren şirketlerden oluşan Wilderhill Temiz Enerji Endeksine (Wilderhill Clean Energy Index-ECO) dayalı vadeli işlem sözleşmeleri Şikago İklim Vadeli İşlemler Borsasındaki ürünler arasındadır. Bu endeks kapsamına NYSE, AMEX ve Nasdaq gibi büyük ABD borsalarına kote, yenilenebilir enerji konusunda çalışan; çevre kirliliğine sebep olan CO₂, NO_x, SO_x gibi maddelerin sebep olduğu kirliliği engelleme konusunda çaba harcayan ve ana faaliyet konusu petrol, kömür gibi yüksek karbonlu yakıtlar olmayan şirketler dahil edilmektedir. Ayrıca üç aylık ortalama piyasa değeri en az 50 milyon \$ olan ve aynı dönemde ortalama kapanış fiyatı 1 \$'ın üzerinde olan şirketler endeks kapsamına alınmaktadır. 2009'un ikinci çeyreği itibarıyla endekse 51 şirket hissesi dahildir. Endeks kapsamında, yenilenebilir enerji üreticileri, enerji depolayıcıları, biyoyakıt gibi temiz yakıt üreticileri, elektrikli otomobil gibi yakıtı güce çeviren enerji çeviricileri; rüzgar, güneş, jeotermal, su kaynaklı daha temiz yöntemlerle elektrik üreten yeşil hizmet sağlayıcıları ve enerji dağıtımı ile çevrimi konusunda gerekli araçların üretimini yapan şirketler bulunmaktadır.

Dow Jones Indexes ile beraber, sürdürülebilir yatırımlar konusunda çalışan varlık yönetim şirketi Sustainable Asset Management (SAM) ve endeks geliştirme konusunda çalışan STOXX Limited, 1999 yılından itibaren Dow Jones Sürdürülebilirlik Endekslerini (Dow Jones Sustainability Indexes-DJSI) hesaplamaktadır. Bu endekslerden birisi ise CCFE'nin de üzerine vadeli işlem sözleşmesi çıkardığı Dow Jones Sürdürülebilirlik Dünya Endeksidir. Endekse dahil edilecek şirketler, sektördeki sürdürülebilirlik trendleri ve iklim değişikliği stratejisi, enerji tüketimi, insan kaynağı geliştirmesi, bilgi yönetimi, yatırımcı ilişkileri ve kurumsal yönetim gibi kriterler doğrultusunda seçilmektedir. Şirketler 57 farklı sektörden seçilmektedir. Ağırlıklı olarak ABD ve İngiltere merkezli şirketler endekste yer alırken, finans, hızlı tüketim ve petrol-gaz konusunda sektörel yoğunlaşma söz konusudur.

iii. Olaylara Dayalı Ürünler

Climate Exchange'in sahibi olduğu Sigorta Vadeli İşlemleri Borsa Hizmetleri (Insurance Futures Exchange Services-IFEX), Deutsche Bank ile beraber türev ürünler hazırlamaktadır. Bu ürünlerin ilk örnekleri

CCX ve CCFE İşlem Hacimleri				
	2005	2006	2007	2008
İşlem Hacmi (Bin)				
CCX (CO ₂ , Ton)	1,447	10,272	22,393	31,309
CCFE (SO ₂ , Kontrat Sayısı)	0	29	365	M.D.
Açık Pozisyon (Bin Adet)				
CCFE (SO ₂)	-	5	27	31
Üye Sayısı				
CCX	131	238	401	470
CCFE	58	154	247	385
Kaynak: Climate Exchange			M.D.: Mevcut Değil	

ise Olaya Bağlı Vadeli İşlem Sözleşmeleridir (Event Linked Futures-ELF). Bu ürünler CCFE’de işlem görmektedir. Halihazırda, IFEX’e ait üç tip ELF işlem görmektedir. Bunlar “ABD Tropikal Rüzgar Olayları”, “Florida Tropikal Rüzgar Olayları” ve ABD’nin Alabama, Mississippi, Louisiana ve Texas eyaletlerini kapsayan “Körfez Sahili Rüzgar Olaylarına” dayalı vadeli işlem sözleşmeleridir.

3. Veriler

CCX’in işlem hacmi yıllar itibariyle artarken, 2008 itibariyle gerçekleşen işlem hacmi 30 milyon tonu geçmiştir. Üye sayıları her iki borsada artarken, CCFE’nin de işlem hacmi artış göstermektedir.

B. MONTREAL İKLİM BORSASI

26 Nisan 2007’de Kanada Hükümeti, Sera Gazları ve Hava Kirliliğini Azaltıcı Hareket Planını (Turning the Corner: An Action Plan to Reduce Greenhouse Gases and Air Pollution) yayınlamıştır. Kanada, sera gazı emisyonlarını 2020 yılı itibariyle, 2006 yılına kıyasla %20 indirmeyi taahhüt etmektedir. Düzenleme elektrik üretimi, petrol ve gaz, kağıt, demir-çelik, çimento, kimya gibi çeşitli sektörleri kapsamaktadır.

Montreal İklim Borsası (MCeX) Aralık 2005’te Montreal Borsası (%51) ile daha önceden bahsedilen Şikago İklim Borsasının (%49) ortak girişimi ile kurulmuştur.

MCeX İşlem Hacmi		
	2008	2009/06
Kontrat Sayısı	1,097	13
Kaynak: MCeX		

30 Mayıs 2008’de ise Kanada karbon-dioksit eşitine (CO₂e, MCX)

dayalı vadeli işlem kontratları ilk işlem gören ürün olmuştur. Halihazırda işlem gören tek ürün olan MCX, Kanada hükümetinin de tanımladığı gibi 1 ton karbondioksit emisyonu hakkı verirken, kontrat büyüklüğü 100 ton CO₂e şeklindedir. Ürünlerin takası ise Montreal Borsasının sahibi olduğu Kanada Türev Takas Kurumu tarafından yapılmaktadır. Borsada işlemler Montreal Borsasının düzenleme birimi tarafından yetkilendirilen aracı kurumlar aracılığı ile yapılabilirken, doğrudan işlem yapmak isteyen kurumlar ise yine bu birimden yetki almaktadır.

2008 yılında borsada 1.097 adet kontrat işlem görmüştür. 2009 yılında ise ilk altı ayda sadece 13 adet kontrat işlem görmüştür.

V. AVUSTRALYA KARBON BORSALARI

Gelişmiş ekonomiler arasında yer alan Avustralya, Kyoto Protokolünü Aralık 2007’de kabul ederek Protokolü imzalayan ülkeler arasına katılmıştır. Ekonomik yapısı ile Kyoto Protokolüne göre Ek-I ülkeleri arasında yer alan ülke, yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımı konusuna da önem vermektedir. Bu sebeple elektrik enerjisi ihtiyacının %20’sini 2020 yılı itibariyle yenilenebilir enerji kaynaklarından elde etmeyi hedeflemektedir.

A. AVUSTRALYA İKLİM BORSASI

Avustralya İklim Borsası (Australian Climate Exchange Limited-ACX) 2005’te, ülke Kyoto Protokolünü imzalamadan önce kurulmuştur. Ülkenin ilk elektronik emisyon işlem platformu (Electronic Emission Trading Platform-EETP) olup, ACX ile Avustralya Pasifik Borsası’nın (Australian Pacific Exchange Limited-APX) ortak girişimiyle oluşturulmuştur.

İşlem gören ürünler dört başlıkta toplanmıştır. Borsada Gönüllü Emisyon İndirimleri (Voluntary Emission Reductions-VERs-Greenhouse Friendly Approved Abatement) birinci ürün grubudur. Bu ürünler emisyon azaltıcı projelere bağlı olarak oluşturulmuştur. Bu projelerden sağlanan emisyon indirimleri, UNFCCC ve Kyoto Protokolü çerçevesinde denetlenir

ve UNFCCC'ye akredite olmuş bağımsız denetleme şirketleri tarafından onaylanır. Ürünlerin işlem birimi bir ton CO₂'ye denk gelmektedir. Borsada ilk işlem 23 Temmuz 2007'de bu ürün grubunda yapılmıştır.

Bir diğer ürün ise Onaylanmış Emisyon İndirim Birimleridir (Blue Registry's Verified Emission Reductions-VER+). VER+ emisyon birimleri, Ek-I Olmayan bir ülkede ya da temiz kalkınma mekanizması ve ortak uygulama projelerinden elde edilmektedir.

Üçüncü ürün grubu ise Zorunlu Yenilenebilir Enerji Hedeflerine (Mandatory Renewable Energy Target-MRET) bağlı olarak çıkarılan Yenilenebilir Enerji Sertifikalarıdır (Renewable Energy Certificates-RECs). Avustralya hükümetinin 1 Nisan 2001'de uygulamaya koyduğu Zorunlu Yenilenebilir Enerji Hedefleri güneş ışıması, rüzgar, su, jeotermal, dalga ve biyoyakıt gibi yenilenebilir enerji kaynaklarından daha fazla enerji elde edilmesini, sonuç olarak sera gazı emisyonunun azaltılmasını teşvik etmektedir.

Bu kapsamda, MRET düzenlemesine dahil kurumlar için Yenilenebilir Enerji Sertifikaları oluşturulmuştur. Yenilenebilir enerji türlerinde üretim yapan enerji santralleri, güneş enerjili su ısıtıcılar ve küçük üretim merkezleri satıcı; elektrik üreticileri ve toptan elektrik enerjisi alan kurumlar ise alıcı konumdadır. Sertifikalar, üretilen enerjinin yenilenebilir bir enerji kaynağı kullanılarak elde edildiğinin Yenilenebilir Enerji Düzenleme Dairesi (Office of Renewable Energy Regulation-ORER) tarafından onaylanması ile oluşmaktadır. Her bir sertifika, bir MWh birime denk gelmektedir. Diğer taraftan sertifikalar, güneş enerjili sıcak su ısıtıcısı gibi yenilenebilir enerji teknolojilerinden elde edilen ve enerji değeri olarak 1 MWh'lik fosil yakıta denk gelen enerji üreten teknolojilerden de oluşturulabilmektedir.

Son ürün grubu olan Gönüllü Karbon Birimleri (Voluntary Carbon Units-VCUs), gönüllü karbon standartları (Voluntary Carbon Standard-VCS) çerçevesinde oluşturulmuş ürünlerdir. Gönüllü Karbon Standartları Programı dört uluslararası organizasyonun çalışmasıyla oluşturulmuştur. Bu organizasyonlardan ilki dünyanın önde gelen şirketleri ile bazı yerel otoritelerinin oluşturduğu, kâr amacı gütmeyen İklim Grubudur (The Climate Group). Diğer organizasyon

Rakamlarla ACX

	2007	2008	2009/06
VER (CO ₂ , Ton)	6,150	12,750	19,070
Kaynak: ACX			

1999'da kurulan Uluslararası Emisyon İşlemleri Birliğidir (International Emission Trading Association). Bir diğer organizasyon ise Dünya Ekonomik Forumudur (World Economic Forum). 2007'de bu üç organizasyon arasına 200 kadar şirket yöneticisi tarafından kurulmuş küresel çapta bir birlik olan Sürdürülebilir Gelişme İçin Dünya İş Konseyi (The World Business Council for Sustainable Development-WBCSD) kurucu üye olarak dahil olmuştur.

Borsada dört ürün grubu mevcut olmasına karşın sadece VER ürünlerinde işlem gerçekleşmiştir. 2007 yılında 6.150 ton CO₂ kadar işlem yapılırken, 2008 yılında işlem hacmi ikiye katlanmış ve 13.000 ton CO₂'e yaklaşmıştır. 2009 yılının ilk yarısında ise işlem hacmi 2008 yılını da geçmiş, 19.000 ton CO₂'i aşmıştır.

B. ENVEX

Finans sektöründe farklı alanlarda faaliyet gösteren Avustralyalı Macquarie Group ile uluslararası çevre, finans ve enerji piyasalarında hizmet sağlayıcı Financial & Energy Exchange (FEX) şirketi, Mayıs 2008'de Avustralya ile Asya-Pasifik bölgesinde işlem görecektir çevresel ürünlerin tasarlanıp, hazırlanması konusunda bir işbirliği yapmıştır. Sonuç olarak Envex kurulmuştur. Haziran 2008'de ise daha önceden de bahsedildiği üzere Avrupa ve ABD'de çeşitli çevresel ürünlerin işlem gördüğü borsalara sahip olan Climate Exchange Envex'in %25'ini satın almıştır.

Envex'te tezgahüstü işlemler yapılmaktadır. Bu işlemler FEX'in bir iştiraki olan Mercari ile elektronik bir iletişim ağı (Bknz: e-birlik, Sayı:18) üzerinden yapılmaktadır. Yatırımcıların kimliğinin gizlendiği bu sistemde yatırımcılar isterse doğrudan kendileri, isterse üye aracı kurumlar üzerinden işlem yapabilmektedir. Halihazırda sistemde üç üye bulunmaktadır.

Sistemdeki işlem hacimlerine ait verilere ulaşılamazken, sistemde çeşitli ürünler işlem görebilmektedir.

Bu ürünler şu şekilde sınıflandırılmaktadır:

i. Emisyon İndirimi Ürünleri

- 1 ton CO₂'e denk gelen ve Karbon Kirliliğini Azaltma Düzenlemesinde (Carbon Pollution Reduction Scheme-CPRS) tanımlanan Avustralya Emisyon Birimleri (AEU),
- Kyoto Protokolünde tanımlanan temiz kalkınma mekanizmasından elde edilen sertifikalandırılmış emisyon azaltma birimleri (CER),
- 2003 yılında Avustralya'nın bir eyaleti olan New South Wales'de (NSW) sera gazı ile mücadele için çıkarılan NSW Sera Gazını Azaltma Düzenlemesinde (NSW Greenhouse Gas Abatement Scheme) tanımlanan 1 ton sera gazı emisyonuna denk gelen sertifikalar,
- Kirliliği hava ve asit yağmurlarına sebep olan sülfüroksit (SO_x) ve nitrojenoksit (NO_x) gibi gazlar için emisyon hakkı veren SO_x ve NO_x Hakları,

ii. Yenilenebilir Enerji Ürünleri

- Yenilenebilir Enerji Kanununa göre çıkarılan ve Avustralya'da üretilen 1 MWh yenilenebilir enerjiye denk gelen Yenilenebilir Enerji Sertifikaları,
- Queensland Gaz Düzenlemesine (Queensland Gas Scheme) bağlı olarak çıkarılan, yakıt ile üretilmiş 1 MWh elektrik enerjisine denk gelen ve Queensland Eyaletinde son kullanıcılara dağıtılan elektrik enerjisini ifade eden Gaz Elektrik Sertifikaları (Gas Electricity Certificate-GEC),
- Viktorya Eyaleti Yenilenebilir Enerji Hedefi Düzenlemesine (Victorian Renewable Energy Target Scheme-VRET) göre çıkarılan ve Viktorya Eyaletinde üretilen 1 MWh'e denk gelen yenilenebilir elektrik enerjisini temsil eden Viktorya Eyaleti Yenilenebilir Enerji Sertifikaları (Victorian Renewable Energy Certificates-VRECs),
- Avustralya Yeşil Enerji Düzenlemesine (Australian Green Power Scheme) göre çıkarılan ve bir MWh yenilenebilir enerjiye denk gelen Yeşil Enerji Hakları (Green Power Right-GPR),

iii. Diğer Ürünler

- Enerji tüketimindeki indirimi temsil eden sertifikalar olan Enerji Verimliliği Kredileri (Energy Efficiency Credits),
- Belirli hava koşullarına göre hazırlanan bir endeksteği değişimleri baz alan Hava Durumu Türevleri (Weather Derivatives) bulunmaktadır.

VI. ASYA KARBON BORSALARI

Japonya gibi gelişmiş Asyalı ülkelerin yanında son yıllarda Çin, Hindistan gibi özellikle Güneydoğu Asya ülkelerinin ekonomilerinde yaşanan hızlı büyüme, bu ülkelerde sera gazı emisyon miktarlarını artırmıştır. Bu durum ise özellikle ekonomisi hızlı büyüyen bu ülkelerde emisyon ticaretini gündeme getirmiştir.

A. CLIMATE EXCHANGE ASYA FAALİYETLERİ

İngiliz Climate Exchange'in bir iştiraki olan Şikago İklim Borsası, Kyoto Protokolüne göre Ek-I Olmayan ülkeler arasında yer alan Hindistan'da sera gazı emisyonlarının ticaretine dayalı ilk inisiyatif olarak Hindistan İklim Borsasını (India Climate Exchange-ICX) kurma girişimindedir. Hindistanlı kuruluşlara emisyon ticareti aracılığıyla iklim değişikliğiyle mücadele ve sosyal kalkınmaya destek olunması amacıyla kurulacak borsanın, mevcut durumda danışma kurulu ve ICX Teknik Komitesi kurulmuştur. ICX Teknik Komitesi Hindistan merkezli otomotiv, kimya, çimento, enerji, yenilenebilir enerji, teknoloji gibi sektörlerden birçok katılımcı ile oluşturulmuştur.

Diğer taraftan Climate Exchange, Asya Bölgesinde Çin merkezli Tianjin İklim Borsasının (Tianjin Climate Exchange-TCX) da ortakları arasındadır. Aralık 2007'de Climate Exchange, iştiraki olan Şikago İklim Borsası (%25) ve Çin'de kamuya bağlı petrol üretim şirketi olan Çin Ulusal Petrol Şirketinin yatırım şirketi (%53) ile beraber, Çin'de bir karbon borsası kurulması konusunda uzlaşmaya varmıştır. Temmuz 2008'de ise bu iki şirketin yanına Tianjin Property Rights Exchange de (TPRE, %22) katılmıştır. TPRE, kamu kurumlarına yeniden yapılanma ve birleşme-satınalma konusunda danışmanlık hizmeti sağlamaktadır. Borsa henüz faaliyete geçmemiştir.

B. ASYA KARBON GLOBAL

Kyoto Protokolünde bahsedilen piyasa mekanizmalarına entegre bir şekilde çalışacak Asya Karbon Global (Asia Carbon Global-ACG) Şubat 2003'te kurulmuştur. Şirket Singapur merkezli olup, Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Hindistan, Hong Kong, Malezya, Tayland ve Vietnam gibi Kyoto Protokolün-

de tanımlanan Ek-I Olmayan ülkelerde de faaliyet göstermektedir. Bununla beraber Avustralya ve Hollanda gibi Ek-I ülkelerinde de bazı iştirakleri bulunmaktadır.

Asya Karbon Global'in faaliyetleri arasında sera gazı emisyonu indirimleri konusunda danışmanlık hizmeti, temiz kalkınma mekanizması (CDM) projelerinden elde edilen sertifikalandırılmış emisyon indirim birimleri (CER) konusunda finansman desteği ve bu indirim birimlerinin alım-satımının yapıldığı bir platform hizmeti bulunmaktadır. Bu platform organize olmayan bir alternatif işlem sistemi şeklindedir.

ACG, gönüllü emisyon indirim birimlerinin (VER) işlem gördüğü platformu Mayıs 2007'de hizmete sokarken, ilk işlemler aynı yılın Haziran ayında gerçekleşmiştir. Devamında ise ACG, VER konusunda organize işlemlere başlamıştır. Platformda Hindistan, Çin, Endonezya ve ABD'deki yenilenebilir enerji, enerji verimliliği ve yakıt dönüşümü gibi projelerden elde edilen ve daha önceden bahsedilen VCS, VER+ ve CER birimleri işlem görmektedir.

Diğer taraftan ACG'nin verdiği başka hizmetler de bulunmaktadır. Karbon Kaydileştirme Hizmetleri aracılığıyla gönüllü karbon indirimlerini (VER) kendi sisteminde kayıt altına alarak hükümetlere, şirketlere ve çeşitli karbon fonlarına raporlama yapabilmektedir. Proje Takip Hizmetleri ile şirketler, düzenli olarak yatırım yaptıkları projelerdeki CER durumlarını takip edebilmektedir.

ACG'nin mevcut 119 projesinden 2012'ye kadar top-

ACG'in 2012'ye Kadar Mevcut Projelerden Sağlayacağı Emisyon İndirimleri		
	Proje Sayısı	Ton CO ₂
CER Projeleri	104	>20,343,421
Hindistan	61	>12,882,287
Endonezya	17	4,013,500
Vietnam	19	2,205,753
B.A.E.	3	804,210
Pakistan	1	356,300
Singapur	2	57,871
Sri Lanka	1	23,500
VER Projeleri	15	>4,262,963
Toplam	119	>24,606,384
Kaynak: ACG		

lamda 25 milyon tonun üzerinde CO₂'e denk gelecek emisyon azaltım biriminin elde edilmesi beklenmektedir. Bu miktarın 4 milyon tonu gönüllü emisyon azaltım birimlerinden (VER) oluşurken, geri kalanı temiz kalkınma mekanizması dahilindeki projelerden edilen sertifikalandırılmış emisyon azaltım birimlerinden (CER) oluşmaktadır. CER birimleri ağırlıklı olarak Hindistan'da yapılan projelerden elde edilmektedir. Hindistan'daki 51 projeden 13 milyon ton CO₂'e denk gelecek emisyon azaltımı yapılması beklenirken, geri kalan 10 projeden elde edilebilecek emisyon indirimi halihazırda belirlenmemiştir. Hindistan'daki projelerden elde edilecek emisyon indirim tutarı, ACG'nin yapmayı planladığı indirim miktarının yarısını oluşturmaktadır. Devamında ise sırasıyla Endonezya ve Vietnam'daki projeler gelmektedir.

SONUÇ

Artan tüketim ihtiyaçlarına bağlı olarak, çevre kirliliği ve sera gazları emisyonlarındaki yükselişin kontrol altına alınması için BM nezdinde dünya ülkeleri ortak hareket etme prensibiyle BM İklim Değişikliği Çerçeve Anlaşmasını hazırlamıştır. Devamında ise özellikle gelişmiş ülkelerin sera gazı emisyonlarını 2008-2012 yılları arasında düşürmesine yönelik olarak Kyoto Protokolü hazırlanmıştır. Aralık 2009'da Kopenhag'da yapılacak olan Taraflar Konferansı, 2012 sonrası için ülkelerin yükümlülüklerinin belirleneceği yeni bir anlaşma metnini hazırlayacaktır.

Kyoto Protokolünde emisyon ticareti mekanizması organize piyasalara yönelik iken, çeşitli standartlar çerçevesinde hazırlanmış gönüllü emisyon indirimleri tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Gönüllü emisyon indirimi birimleri, ülkelerde emisyon indirimine katkıda bulunan yenilenebilir enerji, ormanlaştırma gibi projelerden elde edilmektedir. Türkiye de rüzgar, jeotermal gibi yenilenebilir enerji kaynaklarından ürettiği gönüllü emisyon indirimi birimlerini çeşitli tezgahüstü piyasalarda satabilmektedir.

Türkiye gibi dünyanın birçok ülkesinde gönüllü emisyon indirimleri yapılmaktadır. Kyoto Protokolüne ABD taraf olmadığı için, diğer birçok ülke ise Ek-I Olmayan ülke statüsünde olduğu için gönüllü emisyon indirimi yapmaktadır.

Asya-Pasifik Bölgesinde bulunan ve aralarında ABD, Kanada, Japonya gibi gelişmiş ülkelerin yanında Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan, son dönemde önemli ekonomik büyüklüklere ulaşan ülkeler ayrı bir ortak girişimde bulunmuştur. Temiz Kalkınma ve İklim Konusunda Asya-Pasifik Ortaklığı olarak adlandırılan bu işbirliğinde ülkelere Kyoto gibi zorunlu bir emisyon indirimi yükümlülüğü getirilmezken, teknoloji ve bilgi paylaşımının esas alındığı bir platform oluşturulmuştur.

ABD’de bulunan iklim borsalarında gönüllü emisyon indirimleri işlem görmektedir. Kanada’da ise Montreal Borsasının desteğiyle kurulan iklim borsasında işlemler gerçekleşmekte olup, borsanın likiditesi kısıtlıdır.

Avustralya’da da benzer şekilde iklim borsaları bulunurken, Asya’da son yıllarda ekonomilerindeki hızlı büyümeye bağlı olarak özellikle Çin ve Hindistan gibi ülkelerde bu tür borsaların kurulması için çalışmalar devam etmektedir.

KAYNAKÇA

“Avrupa’da Karbon ve Enerji Borsaları”, Özcan Çikot, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:82, Haziran 2009

“State of the Voluntary Carbon Markets 2007: Picking Up Steam”, Katherine Hamilton, Richardo Bayon, Guy Turner, Douglas Higgins, Temmuz 2007

ABD Çevre Koruma Ajansı: www.epa.gov

Avustralya Çevre, Su, Miras ve Sanat Bakanlığı: www.environment.gov.au

Avustralya İklim Borsası: www.climateexchange.com.au

Avustralya İklim Değişikliği Bakanlığı: www.climatechange.gov.au

Avustralya Yenilenebilir Enerji Düzenleme Dairesi: www.orer.gov.au

Bölgesel Sera Gazı İnisiyatifi: www.rggi.org

Center for Resource Solutions: www.resource-solutions.org

Climate Exchange: www.climateexchangeplc.com

Conservation International: www.conservation.org

Çin Ulusal Petrol Şirketi: www.cnpc.com.cn

Dow Jones Sürdürülebilir Endeksleri: www.sustainability-index.com

Envex: www.envex.com.au

Gaia Carbon Finance: www.gaiacf.com

Gold Standard Foundation: www.cdmgoldstandard.org

Gönüllü Karbon Standartları: www.v-c-s.org

İklim Grubu: www.theclimategroup.org

Montreal İklim Borsası: www.mcx.ca

Nature Conservancy: www.nature.org

STOXX Limited: www.stoxx.com

Sustainable Asset Management: www.sam-group.com

Sürdürülebilir Kalkınma İçin Dünya İş Konseyi: www.wbcsd.org

Şikago İklim Borsası: www.chicagoclimatex.com

Şikago İklim Vadeli İşlem Borsası: www.ccfex.com

Uluslararası Emisyon İşlemleri Birliği: www.ieta.org

Wilderhill Temiz Enerji Endeksi: www.wildershires.com



KREDİ DERECELENDİRME KURUMLARI

Mali piyasalarda karar almaya temel oluşturacak bilginin her zaman herkese eşit şekilde ulaşmaması piyasaların işleyişini aksatmaktadır. Asimetrik bilgi, piyasaların etkinliğini azaltmakta ve çeşitli sorunlara yol açabilmektedir. Bu noktada, kredi derecelendirme hizmetleri önemli rol oynamaktadır.

Derecelendirme, temel olarak finansal piyasalarda yatırımcılar ile ihraççılar (borçlular) arasındaki bu asimetrik bilgiyi azaltarak bilgi paylaşımını sağlamayı hedeflemektedir. Finans piyasalarındaki büyümeyle paralel olarak, bilgi ihtiyacını gidermek için son yıllarda derecelendirmeye olan talep artmış, derecelendirilen ürünler yaygınlaşmıştır.

Diğer taraftan, yaşanan finansal krizler, riskin belirlenmesinde piyasa aktörleri için referans kabul edilen derecelendirme faaliyetlerine ilişkin eleştirileri artırmış, derecelendirme kurumlarının krizlerdeki rolleri tartışma konusu olmuştur. Derecelendirme notlarının piyasaları yanlış yönlendirmesi özellikle içinde bulunduğumuz kriz ortamının nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir. Bu doğrultuda, hükümetlerin yanı sıra uluslararası kurumlar konuyla ilgili yeni düzenlemeler getirmektedir.

Bu çalışmamızda, finansal piyasalarda önemli bir yere sahip olan kredi derecelendirme kurumları inceleneyecektir. Derecelendirme hakkında genel bilgi verilerek başlanan rapor, uluslararası bazda yapılan düzenlemelerle devam edecektir. Ardından uluslararası arenada genel kabul görmüş kredi derecelendirme kurumları ele alınacaktır.

I. DERECELENDİRME

Derecelendirme, borçlunun borcunu zamanında ve tam ödeyebilme kabiliyetini tahmin etmek için kullanılan bir sınıflandırma sistemidir. Bir menkul kıymeti alma, satma veya tutma yönünde bir tavsiye olma-

yan derecelendirme, yatırımcılara aldıkları riskler hakkında bilgi vermektedir. Bir anlamda derecelendirme şirketinin bağımsız görüşünü yansıtan derecelendirme notları, üstlenilen risklerin kolay anlaşılabilir olması için genel geçer sembollerle gösterilir. Semboller genellikle benzer yapıdadır.

Derecelendirme faaliyetinde bulunan kurumların esas amacı, ulusal veya uluslararası sermaye piyasalarına, şirketlerin kredi kaliteleri hakkında tutarlı ve karşılaştırılabilir değerlendirmeler sunmaktır. Özellikle, 2003 yılında Basel Komitesinin hazırladığı ikinci sermaye yeterliliği uzlaşısının (Basel II) getirdiği standartlar çerçevesinde bankaların kredi-risk analizinde, kendi iç değerlendirmelerinin yanı sıra dışsal değerlendirmelerin de kullanımı önerilmiş, derecelendirme kurumlarının önemi artmıştır. Banka, yatırım şirketleri, portföy değerlendirme şirketleri gibi şirketler ve yatırımcıların yanı sıra, merkez bankaları gibi düzenleyici otoriteler de kendi yatırım kararları için söz konusu derecelendirmeleri kullanmaktadır.

Borçlanma aracı ihraç eden banka, aracı kurum, sigorta şirketleri gibi finansal kurumlar, holdingler, ülkeler, yerel idareler ve kamu kurumlarının yanı sıra sermaye piyasasından fon sağlamak isteyen proje-



ler de derecelendirilmektedir. Ayrıca, yapılandırılmış menkul kıymetler gibi ürün ihracı da derecelendirmenin konusu olabilmektedir.

Derecelendirme şirketleri halka açık bilgiler ile halka açık olmayan diğer bilgileri toplayıp analiz ederek değerlendirir. Yatırımcılar, kendilerinin yapamayacakları bu zaman alan ve maliyetli analizleri, derecelendirme ile daha kolay anlayabilmektedir. Nitekim, yatırımcılar derecelendirme şirketlerin verdiği kredi notları ile çeşitli borçlanma araçları arasında karşılaştırma yaparak, aldıkları riskin bilincine varabilmektedir.

Bununla birlikte derecelendirme, borçlanan taraf olan firmanın da üstlendiği riski belirlemesine yardımcı olur. Dışarıdan bir değerlendirme söz konusu olduğu için, şirket yöneticilerine kuruluşlarına daha farklı bakmalarına ve stratejik kararlarını yeniden değerlendirmelerine imkan verir. Bazı durumlarda derecelendirme şirketleri, firmanın talebi olmadan da şirket derecelendirmesi yapabilmektedir.

İlk firma borcu değerlendirmesi olarak, 1914 yılında bir ABD şirketi olan Moody's'in bir demiryolu şirketi için yaptığı A-B-C (yüksek-orta-düşük kalitedeki borç) şeklindeki derecelendirme gösterilebilir. 1924 yılında bir diğer ABD şirketi olan Fitch Derecelendirme Şirketi, firmalara ait derecelendirme skalasını genişletmiştir. 1932 yılında Duff & Phelps'in kuruluşu, 1941 yılında Standard and Poors'un oluşumunun ardından, günümüzdeki anlamda derecelendirme faaliyetleri yapılmaya başlanmıştır.

Sermaye piyasasına güveni artırarak, bireysel ve kurumsal yatırımcıların piyasaya girmelerini teşvik eden derecelendirme faaliyetleri, ekonominin dış kaynak temininde de önemli role sahiptir. Hükümetlerin finansman kaynaklarını artırmak için çıkardığı borçlanma araçlarının derecelendirilmesi, yabancı yatırımcıların yatırım kararlarında önemli rol oynamaktadır. İlk ülke derecelendirme örneklerine ise 1920'li yılların ikinci yarısında rastlanmaktadır.

Diğer taraftan, söz konusu faydaların etkin ve iyi denetlenen piyasalar için geçerli olduğu aşikardır. Özellikle son yıllarda sermaye piyasalarındaki gelişmeye paralel olarak, gerek menkul kıymet ihracı-

nın artması, gerekse türev işlemlerinin yaygınlaşması, derecelendirme kurumlarının piyasalar üzerindeki etkinliğini artırmıştır. Nitekim, yüksek kredi notu şirketin borçlanma faizini azaltırken, düşük kredi notu borçlanma maliyetlerini artırmaktadır. Derecelendirme şirketlerinin piyasa üzerindeki artan güçleri, eleştirileri beraberinde getirmektedir. Kurumların, hizmetlerinin karşılığında derecelendirme yaptığı şirketlerden ücret alması "menfaat çatışması" olgusunu beraberinde getirmektedir. Bununla birlikte, bu kurumlar söz konusu şirkete derecelendirme faaliyetlerinin yanı sıra yatırım danışmanlığı gibi diğer hizmetleri sunabilmektedir. Sistemin sağlıklı işlemesi kredi derecelendirme kurumlarının tarafsızlığını korumasına bağlıdır.

II. ULUSLARARASI DÜZENLEMELER

Küresel finans piyasalarında önemli bir yere sahip olan ve bir anlamda piyasalara yön veren kredi derecelendirme kurumlarına ilişkin düzenlemeler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bununla birlikte, özellikle çeşitli aralarla meydana gelen finansal krizler, bu kurumların faaliyetlerine ilişkin eleştirilere neden olmakta, ulusal ve uluslararası yeni düzenlemelere gidilmektedir. Söz konusu önemli düzenlemelere aşağıda yer verilmiştir.

A. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI DÜZENLEYİCİLERİ ÖRGÜTÜ-IOSCO

Uluslararası Sermaye Piyasaları Düzenleyicileri Örgütünün (IOSCO) Teknik Komitesi bünyesinde kredi derecelendirme kurumlarına ilişkin oluşturulan çalışma grubu, Aralık 2004'te "Kredi Derecelendirme Kurumları İçin Çalışma İlkeleri" belirlemiştir. Derecelendirme faaliyetlerinin verimliliğini, şeffaflığını ve tarafsızlığını artırmayı hedefleyen bu ilkeler farklı ülkelerde ve piyasalarda faaliyet gösteren kredi derecelendirme kurumları için hazırlandığından söz konusu ilkelerde standart bir derecelendirme metodolojisi belirlenmemiştir. Ancak derecelendirilen şirketlerin faaliyet esasları ile ilgili standartlar belirlenmiştir.

Çalışma ilkeleri yapısal olarak 3 ana başlık altında toplanmış olup, önemli kriterler aşağıdaki gibidir.

- **Derecelendirme sürecinin kalitesi ve bütünlüğü:** Bu başlık altında, derecelendirme süreçlerine ilişkin standartlar belirlenmiştir. Bu standartlar ışığında, kurumlar derecelendirmelerinin doğru bir analize dayandığını sağlamak için yazılı prosedürler belirlemeli ve yürürlüğe koymalıdır. Söz konusu metodoloji geçmiş tecrübeye dayalı olacak şekilde sistematik olmalıdır. Analistler bu metodolojiye uymalı, kredi notu bir kişi tarafından değil, bir komite tarafından belirlenmelidir. Kullanılan metodolojiler periyodik olarak gözden geçirilmelidir. Yeterli bilginin temin edildiğinden emin olunmalı, süreç mevcut düzenlemelerle uyumlu şekilde devam etmelidir.
- **Kredi derecelendirme kurumlarının bağımsızlığı ve menfaat çatışmalarının önlenmesi:** Bu başlık ile menfaat çatışmalarına yol açabilecek ticari ve finansal ilişkilerin ortadan kaldırılması amaçlanmıştır. Menfaat çatışmaları daha önceden de değinildiği gibi, derecelendirme kurumlarının derecelendirme faaliyetleri dışındaki ek hizmetlerinden kaynaklanabilmektedir. Buna göre kurum, derecelendirme işini ve analistlerini, danışmanlık işleri de dahil olmak üzere çıkar çatışması oluşturabilecek diğer işlerinden hem operasyonel, hem de yasal olarak ayırmalıdır. Kredi notu sadece kredi değerlemesine özgü faktörlerden etkilenmeli, kurumun veya analistin ihracçı ile ilişkisini içermemelidir. Bununla birlikte kurum, yargı ve kararlarını etkileyebilecek çıkar çatışmalarını uygun bir biçimde tanımlayıp, yazılı iç prosedürlerini beyan etmelidir. Ayrıca, ihracçı ile yapılan ücret anlaşmalarını açıklamalıdır. Kurum ve ilgili çalışanları, derecelendirdikleri araçları alıp satmamalıdır. Derecelendirme faaliyetinden elde edilen gelir ile çalışanların ücret politikası ayrıştırılmalı, çalışanlar ihracçı şirketlerden hediye ve diğer faydalar edinmemelidir.
- **Derecelendirme duyurularının şeffaflığı ve zamanında oluşu:** Bu başlık ile derecelendirme notu verilirken, uygulanan prosedür ve varsayımlar hakkında yeterli bilgilerin yayınlaması hedeflenmektedir. Kurumlar, derecelendirme kararlarını zamanında açıklamalı, raporlarını ve

güncellemelerini ilan etme politikalarını bildirmelidir. Ayrıca talep edilmeden yapılan derecelendirmelere ilişkin politikaları açıklamalıdır. Kamuya açık olmayan bilgilerin ele alınmasında kurumların ihracçılar ile işbirliği içinde olması gerekir. Böylece, gizli bilgilerin açıklanma riskinin azaltılması öngörülmüştür. Söz konusu bilgiler sadece derecelendirme için kullanılmalıdır.

IOSCO, kredi derecelendirme kurumlarının söz konusu ilkelerle uyum içerisinde kendi meslek kurallarını oluşturmasını istemiştir.

IOSCO'nun belirlediği bu prensiplere karşılık, ileride daha detaylı değinileceği üzere Moody's, Fitch ve Standard and Poor's, 2005'in ikinci yarısında bu ilkeleri baz alarak kendi meslek kurallarını açıklamışlardır. Bu kurumlar 2006 yılından itibaren de bu ilkelere uyum derecelerine ilişkin raporlar yayınlamaktadırlar. Japonya Kredi Derecelendirme Kurumu (JCR) ise meslek kurallarını ve IOSCO ilkeleri ile uyum raporlarını yayınlamaya 2007 yılında başlamıştır.

IOSCO, 2007 yılında kredi derecelendirme kurumları için bir anket hazırlamış ve söz konusu ankete S&P, Fitch, Moody's, JCR gibi uluslararası kurumların da dahil olduğu 7 ülkeden toplam 32 derecelendirme kurumu katılmıştır. Anket sonuçlarından toplanan bilgilere göre, genel olarak büyük kurumların (S&P, Fitch, Moody's vb.) faaliyetlerinin IOSCO ilkeleri ile nispeten daha uyumlu olduğu, daha küçük kurumların söz konusu ilkelere sapma olasılığının arttığı görülmektedir.

ABD'de 2007 yılının ikinci yarısında başlayan finansal piyasalardaki sorunların, 2008 yılında küresel krize dönüşmeye başlamasıyla birlikte IOSCO, kredi derecelendirme kurumları, düzenleyici otoriteler ve diğer katılımcıların işbirliğiyle çalışma ilkelere bazı değişiklikler içeren son raporunu Mayıs 2008'de yayınlamıştır. Değişiklikler, özellikle krizin önemli sebeplerinden biri olarak gösterilen yapılandırılmış ürünlerin derecelendirilmesinde yapılmıştır. Bu rapora göre, yapılandırılmış finansal ürünler için klasik metodolojilerin yeterli olup olamayacağı belirlenmeli, gerekirse farklı uygulamalara gidilmelidir. Halihazırda derecelendirilen ürünlerden farklı olan yeni ürünlerin derecelendirilmesine ilişkin fizibilite çalışması yapılmalıdır. Ayrıca, derecelendirilen

yapılandırılmış ürünlerin dayanak varlıklarının risk yapılarında önemli değişiklikler olduğunda, mevcut metodolojilerin gözden geçirilmesi gerekir. Farklı derecelendirme sembolleri kullanılması da raporda sunulan öneriler arasındadır.

Bununla birlikte, uyumun takibi amacıyla ulusal sermaye piyasası denetim otoritelerince bilgi alışverişinin sağlanmasına ilişkin çalışmalar ile söz konusu ilkelerin güncellenmesi yönündeki çalışmalar devam etmektedir.

B. ABD MENKUL KIYMET VE BORSA KOMİSYONU-SEC

Derecelendirme kurumlarına yönelik ilk yasal düzenlemeler, bu faaliyetlerin ilk yer aldığı ABD’de görülmüştür. Uluslararası arenada faaliyet gösteren en önemli kredi derecelendirme kurumları ABD merkezli olduğu için bu bölümde ABD düzenlemelerine kısaca değinilecektir.

Kredi derecelendirme kurumları, düzenlemede ilk defa 1975 yılında yer almıştır. ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonunun (Securities and Exchange Commission-SEC), aracı kurumların bilançolarında bulundurması gereken asgari likit varlık miktarını belirlediği düzenlemesinde, aracı kurumların kendi adlarına yaptığı menkul kıymet yatırımlarının değerlendirilmesi ancak belirli derecelendirme kurumları tarafından yapılabilmekteydi. Ulusal Bazda Kabul Gören İstatistiki Derecelendirme Kurumu (Nationally Recognized Statistical Rating Organization-NRSRO) olarak tanımlanan bu kurumlar, ileride değinilecek olan Standard and Poor’s, Moodys ve Fitch’den oluşmaktaydı. Başlangıçta sadece bu amaç için düzenlemeye giren NRSRO kavramı, benzer alanlardaki düzenlemelerde de kullanılmaya başlamıştır. Derecelendirme kurumlarının bu tanıma girmesi için; sağlam mali yapısı, yeterli çalışan sayısı ve çalışanların yetkin olması, belirli bir derecelendirme yöntemi uygulaması ve derecelendirme yaptığı şirketlerden bağımsız olması beklenmiştir.

2001 Aralık’ta ABD’li enerji ticaret devi Enron şirketinin ve 2002 yılında telekom şirketi Worldcom’un iflasından kısa süre önce kredi derecelendirme kurumlarının bu şirketlere yüksek kredi notu vermesi, derecelendirme kurumlarının güvenilirliğinin sorgu-

lanmasına neden olmuştur. Bu iflasların ardından, Amerikan Kongresi denetleme faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerin gözden geçirilmesini istemiş, 2002 yılında çıkarılan Sarbanes-Oxley kanununun bir bölümünde derecelendirme kurumlarının faaliyetlerinin şeffaflığının artırılması gerektiği belirtilmiştir.

2002 yılında kredi derecelendirme kurumlarının ABD sermaye piyasasındaki rolünün ve yapılması gereken düzenlemelerin belirlenmesinde yardımcı olmak için mevcut ulusal kabul görmüş şirketler (S&P, Moody’s ve Fitch) incelenmiş, 2005 yılında şeffaflığın artırılmasına yönelik yeni bir düzenleme hazırlanmıştır. Buna göre, derecelendirme kurumlarının ulusal kabul görmüş (NRSRO) olması için belirlenen başlıca kriterler; derecelendirme sonuçlarının halka açık olması ve periyodik olarak güncelleştirilmesi, finansal piyasalarca tanınırlığı (verilen notların ilgili piyasaya etkisi, kamu otoritelerince kullanılabilirliği vb.) ve sistematik bir derecelendirme yöntemi uygulamasıdır.

Eylül 2006’da yürürlüğe giren “Derecelendirme Kurumları Reform Yasası” ile hesap verebilirliğin ve şeffaflığın artırılması, mevcut oligopol yapının azaltılması gibi derecelendirme faaliyetlerinin iyileştirilmesi amaçlanmıştır. Buna göre, ulusal kabul gören tanımına girmek isteyen kredi derecelendirme kurumları (daha önceden bu tanıma almış olanlar dahil), SEC’in belirlediği bilgileri açıklamakla yükümlü tutulmuşlardır. Verilen derecelendirme notları, derecelendirme metodolojileri, gizli bilgilerin kötüye



kullanılmaması için uygulanan politikalar, yönetim yapısı, oluşturulan etik kuralları; ulusal bazda kabul görmek (NRSRO tanımına girmek) isteyen derecelendirme kurumlarının kamuya açıklaması gereken bilgilerden bazılarıdır. Başvurusu kabul edilen derecelendirme kurumları yıllık olarak bu bilgilerini güncellemektedir. Halihazırda, ABD’de 13 kurum, ulusal bazda kabul görmüş derecelendirme kurumu olarak tanınmaktadır.

Özellikle son yıllarda başta ABD olmak üzere birçok ülkede yatırım bankaları teminatlı borçlanma araçlarını (Collateralized Debt Obligations-CDO, Bknz. Sermaye Piyasasında Gündem, No: 41) yüksek getiri sağladıkları için daha çok kullanmaya başlamışlardır. Sermaye piyasasında giderek yaygınlaşan ve yüksek riskli konut kredilerini de içeren bu araçlara kredi derecelendirme kurumları yüksek not vermişlerdir. Ancak 2008 yılında krizin baş göstermesiyle kredi derecelendirme kurumları bu araçların notunu azaltmaya başlamışlardır. Bu gelişmeler neticesinde, başta ABD olmak üzere birçok ülke, bu kurumlara ilişkin düzenlemelerini gözden geçirmeye başlamıştır.

2009 yılı içerisinde SEC, kredi notu verirken kullanılan veriler ve prosedürler ile, menfaat çelişkileri yönetiminin şeffaflığının artırılmasına ve kullanılan bilgi kaynaklarının genişletilmesine ilişkin yeni düzenlemeler getirmiştir. Ayrıca, yapılandırılmış finansal ürünlerdeki risk profilinin yatırımcıların daha rahat anlayabilecekleri şekilde tasarlanması istenilmiştir.

C. AVRUPA BİRLİĞİ

Avrupa Komisyonunun kredi derecelendirme kurumlarına ilişkin bir değerlendirme talebi üzerine Avrupa Sermaye Piyasası Düzenleyicileri Komitesi (CESR-Bknz. Sermaye Piyasasında Gündem, No: 77) Mart 2005’te Komisyona bir rapor sunmuştur. Kredi derecelendirme kurumlarının mevcut durumunun ele alındığı raporda, bazı derecelendirme kurumlarının pazarda büyük paya sahip olduğu belirtilmiş ve yeni kurumların derecelendirme sektörüne girişindeki doğal engeller dile getirilmiştir. Rapora göre, haksız rekabeti önleyici düzenlemelerin etkinliğinin belirlenemeyeceği, bu nedenle herhangi bir düzenlemenin söz konusu engelleri azaltıp azaltamayacağına dair bir açıklık getirilemeyeceği belirtilmiştir. Rapor, IOSCO ilkeleri uygulamalarının sonuçlarının beklen-



mesi gerektiğini tavsiye etmektedir. CESR, Avrupa Birliğinde faaliyet gösteren kredi derecelendirme kurumlarının IOSCO ilkeleriyle uyumunu gözden geçirmek için, belirli kurumlar ile anlaşmaya varmış, söz konusu kurumlar (S&P, Fitch, Moody’s) 2006 yılından itibaren CESR’ye yıllık uyum raporlarını bildirmişlerdir.

2006 yılında Avrupa Komisyonu, CESR’nin de tavsiyeleri doğrultusunda kredi derecelendirme kurumları için yeni düzenlemelere gerek olmadığını bildirmiştir. 2008 yılında ise finansal sorunların baş göstermesiyle, diğer uluslararası kuruluşlar gibi Avrupa Komisyonu da kredi derecelendirme faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri gözden geçirmeye başlamıştır. Temmuz 2008’de gerekli düzenleme ve denetlemelerini kamu görüşüne sunmuştur. Komisyon, Kasım 2008’de söz konusu kurumlara ilişkin bir taslak hazırlamıştır. Genel itibarıyla IOSCO ilkelerine benzeyen taslak üzerine yapılan çalışmaların 2010 yılında sonuçlandırılması beklenmektedir. Yeni düzenleme ile derecelendirme faaliyetinde bulunacak kurumların CESR’ye kayıtlı olması ve CESR’nin denetimine tabi olması beklenmektedir. Buna göre, metodolojilerin açıklanması, kurumsal yönetimin etkinliğinin artırılması (kredi notunu verecek komitede kurumun kendi çalışanları dışında en az iki bağımsız yöneticinin yer alması vb.) gibi çeşitli düzenlemelere gidilmesi beklenmektedir.

D. FİNANSAL İSTİKRAR KURUMU-FSB

Küresel krizin baş göstermesiyle kredi derecelendirme kurumlarının işleyişlerine ilişkin bir diğer eleştiri

G-7 ülkeleri tarafından gelmiştir. G-7 Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları, Finansal İstikrar Kurumundan (Nisan 2009'dan önce Finansal İstikrar Forumu; FSB- Bknz. Sermaye Piyasasında Gündem, No:77) krizin nedenlerini araştıran bir rapor talep etmiştir. Kredi derecelendirmenin rolü ve yapılandırılmış ürünler analizin bir bölümünü oluşturmuştur. Söz konusu raporda aşağıdaki tavsiyelerde bulunulmuştur:

- Derecelendirme sürecinin kalitesinin ve özellikle yapılandırılmış ürünlerin derecelendirilmesinde menfaat çatışması yönetiminin güçlendirilmesi,
- Yapılandırılmış ürünler ile diğer ürünlere ilişkin derecelendirme süreçlerinin farklılaştırılması,
- Yapılandırılmış ürünlere ait riskleri daha iyi belirlemek için kullanılan bilgi kaynaklarının genişletilmesi,
- Kullanılan veri setlerinin gözden geçirilerek veri kalitesinin artırılması.

III. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURUMLARI

Bu bölümde uluslararası alanda genel kabul görmüş kredi derecelendirme kurumları incelenmiştir. Söz konusu kurumlar detaylandırılmadan önce, ülke ve şirket derecelendirmeleri hakkında kısa bir bilgi verilecektir.

Derecelendirme yapılırken uygulanan prosedürler, kurumlar arasında farklılık göstermektedir. Yine de önemli derecelendirme kurumları aynı ürünler için benzer metodolojileri kullanmaktadır.

İhraç ettiği borçlanma aracına kredi notu verilmesini isteyen şirketler, bir derecelendirme kurumu ile çalışmak için doğrudan veya bir yatırım bankası aracılığı ile irtibata geçer. Genel olarak derecelendirme, yönetici ve analistlerden oluşan bir komite tarafından yürütülmektedir. Analistler söz konusu şirketin durumunu daha iyi anlamak için kamuya açık olan ve olmayan mali ve diğer bilgileri toplayıp taslak rapor hazırlar. Rapor komitenin oyuna sunulduktan sonra, kredi notu verilir.

Bu not kamuya açıklanmadan önce ihraççıya bildiri-

lir. İhraççı derecelendirme notuna itiraz edebilir ve yeniden değerlendirme talep edebilir. Bunun üzerine, kurum gerekli gözden geçirmeleri yapıp kredi notunu tekrar belirler. Ancak, genel olarak kredi notları değişmez. Derecelendirme yayınlandıktan sonraki dönemlerde de kurum incelenmeye devam edilir, gerekli düzeltmeler yapılır.

Derecelendirme vadeye göre, uzun veya kısa olabilir. Kısa vadeli derecelendirme kurumun bir yıla kadar olan yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesine dayanarak belirlenir. Bu kapsamda, kurumun likidite durumu önemli bir göstergedir. Uzun vadeli derecelendirme ise kurumun finansal performansının yanı sıra kurumun faaliyet gösterdiği sektör ve ülkenin temel ekonomik göstergelerine dayandırılarak yapılır.

Derecelendirme yapılırken hem nicel, hem de nitel değerlendirmeler göz önünde bulundurulur. Bununla birlikte son zamanlarda kredi derecelendirme kurumlarının istatistiksel modellere daha ağırlık verdiği görülmektedir. Kurumların derecelendirme için uyguladıkları nicel değerlendirmeleri birbirine benzerlik gösterse de nitel değerlendirmeler temel farkı yaratmaktadır.

Kurumlar şirket/ülke notlarını döviz ve yerel para cinsinden yapmaktadır. İlkinde şirketin/ülkenin döviz yükümlülüklerini döviz yaratarak yerine getirebilme kabiliyeti değerlendirilirken, ikincisinde, şirketin/ülkenin yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak yerine getirebilme kabiliyeti değerlendirilir. Döviz cinsinden derecelendirmede, diğerinden farklı olarak, hükümetin döviz çıkışını sınırlandırma olasılığını ifade eden transfer riski ile ülkedeki döviz piyasasının kapanma ihtimalini gösteren konvertibilite riski dahil edilmektedir.

Bununla birlikte, kamu/şirket tahvillerinin döviz cinsinden derecelendirmesinde, ihraç edilen borçlanma aracına ait yükümlülüklerin yanı sıra, ilgili kurumun toplam döviz borcu da göz önünde bulundurulmaktadır.

Ülke değerlendirmesi yapılırken, derecelendirme kurumları çeşitli risk parametreleri kullanmaktadır. Temel olarak; ekonomik ve politik risk göz önünde

bulundurulmaktadır. Her bir risk unsurunun hesaplamadaki ağırlığı kurumlar arasında farklılık göstermektedir.

Ekonomik risk; ülkenin yükümlülüklerini zamanında ve tam ödeyebilme gücünü, politik risk ise ülkenin borcunu ödeme istekliliğini ifade eder. Ekonomik risk nitel ve nicel faktörlere göre hesaplanırken, politik risk genel olarak nitel değerlendirme alanına girmektedir. Pratikte, ekonomik ve politik risk birbiriyile ilişki içindedir.

Politik risk değerlendirilirken, ekonomik yapının dışında göz önünde bulundurulacak başlıca faktörler, ülkenin yönetim biçimi, siyasi partileri, siyasi krizleri, sosyal ve demografik yapısı, yasal düzenlemeleri ile, varsa ülkeye uygulanan ekonomik ambargolardır.

Ekonomik risk değerlendirilirken, göz önünde bulundurulacak temel göstergeler; kişi başı milli gelir, GSYH büyüme trendi, toplam yatırımların milli gelirdeki payı, ihracat gelirlerinin gelişimi, enflasyon, faiz oranları, döviz kuru, para arzı, merkez bankasının

para piyasasındaki etkinliği, döviz rezervleri, toplam dış borç, dış borcun toplam dış ticarete oranı şeklinde sıralanmaktadır.

Şirket değerlendirmesi yapılırken şirketin 3 ila 5 yıllık finansal raporlarının ele alındığı mali yapısı, şirketin pazar payı gibi şirkete özgü değerlendirmenin yanı sıra, sektör ve ülke riski göz önünde bulundurulmaktadır.

Bir ülke yönetiminin vergilendirme rejimi ve kambiyo kontrol gücü, o ülkede borçlanma aracı ihraç edecek şirketlerin notlarının, söz konusu ülkenin uzun vadeli yabancı para notu ile sınırlandırılmasına neden olur. Bu nedenle, genel olarak yabancı para cinsinden şirket derecelendirilmesi "ülke tavanı" ile sınırlıdır. Şirketin özellikle döviz cinsinden yükümlülüklerini yerine getirebilmesi hükümetin döviz transferine ilişkin düzenlemelerine bağlıdır. Diğer taraftan; sürekli döviz nakit akışı olan, ortaklık yapısı uluslararası arenada güvenilir kuruluşlara dayanan şirketler ülke notu tavanını aşabilmektedirler.

Uluslararası Derecelendirme Kurumlarının Ülke Notu Karşılaştırması								
	S&P		Moody's		Fitch		JCR	
	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem
Yatırım Yapılabilir								
En Yüksek Kredi Kalitesi	AAA	-	Aaa	-	AAA	-	AAA	-
Çok Yüksek Kredi Kalitesi	AA+	A1+	Aa1	Prime-1	AA+	F1+	AA+	J1+
	AA		Aa2		AA		AA	
	AA-		Aa3		AA-		AA-	
Yüksek Ödeme Kapasitesi	A+	A1	A1	Prime-2	A+	F1+	A+	J1+
	A		A2		A		A	
	A-		A3		A-		A-	
Yeterli Ödeme Kapasitesi	BBB+	A2	Baa1	Prime-3	BBB+	F2	BBB+	J2
	BBB	A3	Baa2		BBB	F3	BBB	
	BBB-		Baa3		BBB-		BBB-	
Spekülatif								
Spekülatif, Ekonomik Değişimlerden Kaynaklı Kredi Riski	BB+	B	Ba1	Prime Olmayan	BB+	B	BB+	J3
	BB		Ba2		BB		BB	
	BB-		Ba3		BB-		BB-	
Yüksek Derece Spekülatif Kredi Riski, Limitli Güvenlik Payı	B+	B	B1	Prime Olmayan	B+	B	B+	NJ
	B		B2		B		B	
	B-		B3		B-		B-	
Yüksek Temerrüt Riski, Ödeme Kapasitesi Olumlu Şartlara Bağlı	CCC+	C	Caa1	-	CCC+	C	CCC	-
	CCC		Caa2		CCC		CC	
	CCC-		Caa3		CCC-		C	
	CC				CC			
Temerrüt Riski Çok Yüksek	C, D	D	Ca, C	-	C, D	D	D	-
Kaynak: S&P, Moody's, Fitch, JCR, UNCTAD, Hazine Müsteşarlığı Türkiye'nin Mevcut Yabancı Para Ülke Notu Kırmızı ile Gösterilmiştir.								

Derecelendirme genel olarak kolay anlaşılır sembollerle belirtilir. En yüksek kredi kalitesini AAA veya Aaa gibi sembollerle yansıtan derecelendirme kurumları görece olarak daha düşük kredi kalitesini AA, A, BBB... veya Aa, A, Bbb... şeklinde belirtir. Bununla birlikte notlara "+,-" veya "1, 2, 3" gibi semboller getirilerek alt kırılımlara gidilir. Önemli uluslararası kurumlara ait not karşılaştırmasına tabloda yer verilmiştir. Bu kurumlar ile kredi notları ileride daha detaylı ele alınacaktır.

İhraççının mevcut notunu değiştirebilecek durumlarda, derecelendirme kurumları söz konusu kredi notunu izlemeye aldıklarını yatırımcıya duyurup, değişikliğin hangi yönde olacağını belirtir. İzleme, "olumlu", "olumsuz" veya "gelişen" şeklinde olabilir. Genellikle 1 ay içerisinde izleme süreci netleştirilir.

Bir diğer derecelendirme parametresi olan görünümde, notun 1-2 yıl içerisinde değişme yönünü belirtir. Görünüm, "olumlu", "olumsuz", "durağan" veya "gelişen" şeklinde olabilir.

Söz konusu kurumlar, kredi derecelendirme faaliyetlerinin yanı sıra başka hizmetler de sunmaktadır. Derecelendirmeyi etkileyebilecek hipotetik senaryoların sunumu, risk yönetimi, endeks oluşturmak bazı örneklerdendir.

Aşağıda uluslararası alanda genel kabul görmüş

dört kredi derecelendirme kurumu incelenmektedir. Kurumlar hakkında genel bir bilgi verildikten sonra, kurumların ülke notu ve banka notu verirken izledikleri metodolojileri ele alınmaktadır. Diğer kurumlardan farklı olarak, makroekonomik gelişmelere daha duyarlı olan bankalara yönelik değerlendirme daha kapsamlı olup, çalışmada banka derecelendirmeleri detaylandırılacaktır. Ayrıca, yapılandırılmış ürün derecelendirme örneklerine yer verilecektir.

A. STANDARD & POOR'S

ABD Sermaye Piyasası Komisyonuna göre ulusal kabul görmüş derecelendirme kurumu (NRSRO) olarak tanımlanan ilk şirketlerden biri olan Standard and Poor's, 1906 yılında Standard İstatistik Bürosu adıyla, ABD hisse senetleri hakkında istatistiki bilgi sağlamak amacıyla kurulmuştur. 1916 yılında şirket tahvillerini değerlendirmeye başlayan kurum, 1941 yılında, finansal bilgi sağlamak için 1860 yılında kurulan Poor's Yayıncılık ile birleşerek Standard and Poor's (S&P) adını almıştır. S&P, 1966 yılından itibaren ise faaliyetlerine, McGraw-Hill Şirketler Grubu altında devam etmektedir. S&P'nin 23 ülkede yaklaşık 10.000 çalışanı bulunmaktadır. New York Borsasına (NYSE) kote olan McGraw-Hill şirketinin Temmuz 2009 itibarıyla piyasa değeri 10 milyar \$'dır.

S&P, tahvil ihraç eden şirket, finansal kurum, yerel idare ve ülkeleri incelemektedir. Devlet, kamu kurumları, banka, aracı kurum, mortgage şirketleri, ta-

S&P Uzun Vadeli Derecelendirme Not Skalası

Yatırım Yapılabilir ↑	AAA	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için son derece güçlü kapasitesi vardır. En yüksek notu ifade eder.
	AA	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için çok güçlü kapasitesi vardır.
	A	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için çok güçlü kapasitesi olsa da, kötüleşen ekonomik koşullara hassas olabilir.
	BBB	Finansal yükümlülüklerini yerine getirmek için yeterli kapasitesi olsa da, olumsuz şartlara karşı daha kırılgandır.
Spekülatif ↓	BB	Piyasa şartlarına karşı bir sonraki gruba göre daha az hassas olsa da sektördeki veya ekonomide olumsuz şartlarda ödeme kapasitesi düşebilir.
	B	Bir üst gruba göre olumsuz piyasa şartlarına karşı daha kırılgandır. Ancak, mevcut koşullarda ödeme kapasitesi vardır.
	CCC	Mevcut durumda ödeme sıkıntısı vardır, ödeme uygun piyasa koşullarına bağlıdır.
	CC	Mevcut durumda ödeme güçlüğü çekebilir.
	C	İflas durumu söz konusu olmasına rağmen, ödemeler devam eder.
	D	Ödemenin yapılamayacağı durumu ifade eder.

Kaynak: S&P

kas ve saklama kurumları ve sigorta şirketleri gibi kurumların ihraç ettiği araçlar ile; varlığa dayalı menkul kıymetler; kredi kontratları, ipotēge dayalı menkul kıymet gibi yapılandırılmış araçlar S&P'nin derecelendirdiği ürünlerdir.

S&P, 1927 yılında ABD ile ülke derecelendirmesine başlamıştır. 1975 yılından itibaren ABD dışındaki ülkelere not vermeye başlayan şirket, halihazırda 116 ülkenin derecelendirmesini yapmaktadır. Nisan 2009 itibariyle S&P 26.900 şirket, 54.000 finansal kurum, 198.200 yapılandırılmış ürün ile 976.000 kamu tahviline kredi notu vermiştir.

Afrika'ya yabancı yatırımları çekmek üzere, Birleşmiş Milletler Kalkınma Programının teşvikiyle (United Nations Development Programme-UNDP) S&P, 2003 yılından itibaren bu bölgede de derecelendirme faaliyetlerine başlamıştır.

S&P'nin uzun vadeli ülke ve şirket tahvillerine yönelik derecelendirme skalası, en yüksek notu ifade eden "AAA" ile başlayıp "D" ile bitmektedir. Ayrıca, kredi notlarının göreceli durumlarını belirtmek amacıyla AA ile CCC dereceleri arasındaki notlara "+" veya "-" eklenmiştir. Kısa vadeli borçlanma araçları için benzer şekilde derecelendirme notları "A-1; A-2, A-3, B-1,..., D gibi sıralanmıştır.

S&P kredi derecelendirme faaliyetlerinin yanı sıra çeşitli ülke sermaye piyasalarında işlem gören yatırım araçlarına dair endeksler de hesaplamaktadır. Sayıları 200'ü aşan S&P endekslerinin kapsamındaki ürünlerin piyasa değeri 4,5 trilyon \$ civarındadır. S&P aynı zamanda halihazırda 2.000'i aşkın hisse senedine ait araştırma raporu da yayınlamıştır. Ayrıca satın alma, birleşme gibi stratejik planları olan ihraççı şirketler için şirket derecelendirmesinin nasıl etkileneceğine dair yatırım danışmanlığı vb. hizmetler sunmaktadır.

1. Ülke Notu

S&P ülke notunu belirlerken 9 kategoride değerlendirme yapmaktadır. Nitel ve nicel değerlendirmelerin yapıldığı her bir kategori için en düşük 1'den en yüksek 6'ya kadar not tayin edilmektedir.

Politik risk değerlemesinde siyasi kurumların sağ-

S&P- Ülke Derecelendirme Kriterleri

1- Politik Risk

Politik istikrar
Yönetim düzeni
Ekonomik karar ve hedeflerde şeffaflık
Milli güvenlik
Jeopolitik risk

2- Ekonomik Yapı

Zenginlik, çeşitlilik ve piyasa ekonomisine uyum
Gelir dağılımı
Finansal sektörün fon akışını sağlayabilme etkinliği
Finans dışı özel sektörün rekabet gücü ve kârlılığı
Kamu sektörünün etkinliği
İşgücü esnekliği
Korumacılık politikası gibi diğer piyasa dışı etkiler

3- Büyüme Trendi

Tasarruf ve yatırımların büyüklüğü ve kompozisyonu
Büyüme oranları ve görünümü

4- Mali Esneklik

Genel hükümet gelir-harcamaları, bütçe dengesi
Bütçe esnekliği
Bütçede şeffaflık ve zamanında açıklama
Emeklilik yükümlülüklerini yerine getirme etkinliği

5- Diğer Yükümlülükler

Finans dışı kamu teşebbüslerinin yapısı
Finans sektörünün sağlamlığı

6- Genel Hükümet Sorumlulukları

Kamu borcu/GSYH
Faiz gideri/Bütçe geliri
Sermaye piyasası derinliği ve genişliği
Kamu kurumlarının büyüklüğü

7- Para Politikası

Fiyat hareketleri
Para arzı ve kredi hacmi
Döviz kuru rejimi ile para politikasının uyumu
Para politikası araçlarının etkinliği
Merkez bankası bağımsızlığı

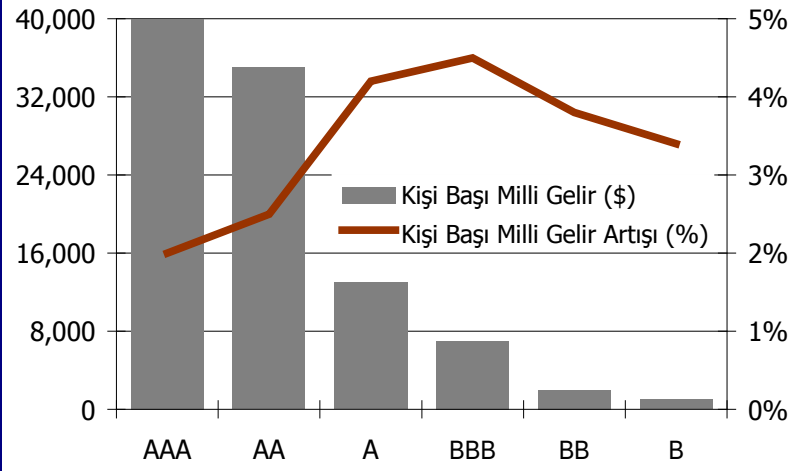
8- Likidite-Dış Ticaret

Para ve maliye politikalarının dış ticaret dengesine etkileri
Cari denge yapısı
Sermaye akımlarının yapısı
Rezervler

9- Dış Borç Yükü

Brüt ve net dış borç hacmi
Dış borcun vade profili, döviz kompozisyonu ve faiz değişikliklerine duyarlılığı
İmtiyazlı borçlanabilme

Kaynak: S&P

S&P Ülke Derecelendirme Profili-2006

Kaynak: S&P

lamılığı, etkinliği ve şeffaflığı ekonomik karar alıcıların incelenmesinde önemli parametreler olarak düşünülmektedir. Güçler ayrılığı, sivil organizasyonların gelişmişliği, medyanın bağımsızlığı ve yasal düzenlemeler, değerlemeyi etkileyecek diğer faktörlerdir. Milli güvenlik için yapılan harcamalar, diğer yatırımları etkilemesi açısından önemli olup, analizde kullanılan bir diğer parametredir. Ülkenin komşu ülkelerle ilişkileri de bakılan diğer bir göstergedir.

Ekonomik yapı başlığında milli gelir, gelir dağılımı gibi nicel değerlendirmenin yanı sıra kamu sektörünün etkinliği, işgücü esnekliği, yapılan ekonomik reformların devamlılığı gibi nicel olmayan faktörler de ele alınmaktadır.

2006 yılında derecelendirilen ülkelerin, kişi başı milli gelir ve kişi başı milli gelirin büyüme oranına ilişkin not skalası grafikte yer almaktadır. Uzun vadeli derecelendirme notu AAA olan ülkelerin kişi başı milli geliri ortalama 40.000 \$ civarındayken, notu B olan ülkelerin kişi başı milli geliri 5.000 \$'ın altındadır. Bununla birlikte kişi başı milli gelir büyüme oranlarına bakıldığında en yüksek ortalama oran, BBB notu ile derecelendirilmiş ülkelerdedir. Söz konusu dönemde S&P, Türkiye'nin kredi notunu BB- olarak tayin etmişti.

2. Banka Notu

S&P, banka derecelendirmesini yaparken ele aldığı faktörleri 6 başlıkta toplamaktadır.

- **Ekonomi ve Sektör Riski:** Bankanın faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomisi ve sektörün yapısı bankaların değerlendirilmesinde önemli rol oynamaktadır. Ülke notu belirlenirken ele alınan kriterlerin yanı sıra, olası durumlarda hükümetin piyasalara kaynak sağlayabilme kabiliyetine ve düzenleme yapısına bakılmaktadır.
- **Şirket Yapısı:** Banka ortaklarının gerekli durumlarda bankaya destek sağlayabilme yeterliliği değerlendirilen bir diğer faktördür. Ayrıca olası durumlarda bankanın destek sağlaması gereken küçük iştiraklerinin mali yapısı da önemlidir.
- **Banka Yönetimi ve Stratejisi:** Bankanın belirlenen stratejilere göre yönetilme derecesi, belirlenen stratejilerin bankanın mali yapısı ve faaliyet ortamı ile uyumu incelenir.
- **Mali Raporların Sunumu:** Mali raporların uluslararası standartlar ile uyumu göz önünde bulundurulur.
- **Risk Yönetimi:** Bankanın kredi verme prosedürünün ele alındığı bu değerlendirmede verilen kredilerin sektörel ve kurumsal yoğunlaşması önemli bir faktördür. Ayrıca, en fazla kredi alan kişi ve kurumlar da incelenebilmektedir.
- **Likidite Yönetimi:** Bankanın mevcut varlıklarını nakde çevirebilme derecesi, bankanın fon kaynakları diğer göstergelerdendir.
- **Mali Yapı:** Mali yapı analizinde bankanın sermaye yapısı ve kârlılığı temel gösterge olarak kullanılmaktadır.

B. MOODY'S

ABD'de uluslararası genel kabul görmüş olarak tanımlanan derecelendirme kuruluşlarından biri olan Moody's, 1900 yılında John Moody Şirketi adıyla kurulmuş, çeşitli hisse senetleri ile banka, eyalet ve diğer kamu tahvillerine ait bilgi ve istatistikleri yayınlamaya başlamıştır. 1914'de şirketin bünyesinde Moody's Yatırımcı Hizmetleri (Moody's Investor Services-MIS) oluşturulmuş, kamu borçlanma araçlarına yönelik derecelendirme yapılmaya başlanmıştır. 1970'li yıllarda özel kesim tahvillerini de derecelendirmeye başlayan Moody's, 2008 sonu itibarıyla

110'dan fazla ülke, 13.000 şirket tahvili, 26.000 kamu tahvili ve 109.000 yapılandırılmış ürünü derecelendirmiştir. Kredi derecelendirme, risk analizi ve araştırma hizmeti veren şirketin 29 ülkede 3.900'e yakın çalışanı bulunmaktadır. Moody's, 2003 yılında New York Borsasında (NYSE) işlem görmeye başlamıştır. Temmuz 2009 itibarıyla şirketin piyasa değeri 6,7 milyar \$ civarındadır.

Kredi derecelendirme faaliyetleri Moody's Yatırımcı Hizmetleri bölümünde yapılırken, risk analizi, analitik değerlendirme modelleri, kredi yönetimi yazılımları, finansal istatistik ve araştırma raporlarının hazırlanması gibi diğer faaliyetler Moody's Analytics (MA) bölümünden yürütülmektedir. Kredi derecelendirme faaliyetlerinin pazarlanması MA'ya ait olup, bu durum Moody's'in menfaat çatışması yönetiminin bir parçası olarak gösterilmektedir.

Moody's'in uzun vadeli şirket veya kamu tahvilleri için derecelendirme notu Aaa ile başlayıp, S&P'nin not skalasına benzer şekilde devam ederek (Aaa, Aa, A, Baa vb.), C ile sonlanır. Ayrıca, kredi notlarının göreceli durumlarını belirtmek amacıyla ilgili notların yanına 1, 2, 3 rakamları ilave edilmektedir. Kısa vadeli ürünler için notlar P1, P2 ve P3 şeklinde sıralanmaktadır. Bununla birlikte bu göstergeler sektörlere göre farklılık arz edebilmektedir. Örneğin banka mali güç derecelendirmesi için A ile E arası göstergeleri kullanılmaktadır.

1. Ülke Notu

Moody's ülke riskini iki ana kriterle değerlendirir; hükümet tahvillerinin derecelendirmesi ile ülke tavanı notunun belirlenmesi. İlki hükümetin borcunu yerel para veya döviz cinsinden ödeyebilme gücünü belirlerken; ülke tavanı notu, gerekli durumlarda hükümetin diğer kurumların borçlarına müdahale etme kabiliyetini ifade eder.

Kamu Tahvillerinin Derecelendirilmesi

Kamu tahvillerinin derecelendirilmesinde, çeşitli ekonomik ve politik risk faktörleri ele alınır.

Gösterge ve Tavanlar

Döviz Cinsinden

Döviz cinsinden tahvil tavanı belirlenirken tüm ülke

Moody's Ülke Riski Değerlendirmesi

	Derecelendirme	Yerel Para	Döviz
		Kamu Tahvili Derecelendirmesi	Kamu Tahvili Derecelendirmesi
Gösterge ve Tavanlar	Banka Genel	Genel Göstergeler	Döviz Cinsinden Tahvil ve Bono Tavanı
		Banka Mevduatı Tavanı	Döviz Cinsinden Banka Mevduatı Tavanı

Kaynak: Moody's

risklerinin yanı sıra, hükümetin döviz çıkışını sınırlandırma olasılığını ifade eden transfer riski de göz önünde bulundurulur. Bu kapsamda, temel olarak hükümetin moratoryum ilan etme olasılığı incelenmektedir. Moratoryum riski azaldıkça döviz cinsinden tahvil tavanı yükselmektedir.

Döviz cinsinden banka mevduatı tavanında ise transfer riski yerine hükümetin döviz cinsinden mevduatları dondurma olasılığı göz önünde bulundurulur.

Yerel Para Cinsinden

Yerel para göstergeleri, yerel para cinsinden borçlanma araçlarına ilişkin genel ülke riskini gösterir.

Yerel para cinsinden banka mevduatı tavanı, bankaların mevduatları ödeyememe riski ile, yerel para mevduatlarının dondurulması riskini yansıtır.

2. Banka Notu

Moody's, banka riskini hesaplarken bankanın mali gücünün yanı sıra dış kaynakları kullanabilme olasılıklarını (dış faktörler) ayrı ayrı değerlendirmektedir.

Banka Mali Güç Derecelendirmesi (Bank Financial Strength Rating-BFSR)

Banka Mali Güç Notu için; bankanın imtiyaz değeri (franchise value), risk pozisyonu, finansal göstergeleri, düzenleyici ve operasyonel ortam ile ilgili 5 kategori incelenir. Her başlığın alt faktörleri için çeşitli parametreler kullanılır ve bankanın belirlenen kıstasları yerine getirebilme kabiliyetine göre o başlığa ait A-E arası derecelendirme notu belirlenir. Bu notların ağırlıkları da nihai banka notunu belirler.

İmtiyaz Değeri

Bankanın saygınlığını ifade eden imtiyaz değerinin yüksek olması, o bankanın piyasadaki olumsuz şartlara daha dayanıklı olduğunu göstermektedir. İmtiyaz değerinin belirlenmesi için göz önünde bulunduran alt faktörler aşağıdaki gibidir.

- Pazar payı ve sürdürülebilirliği: Büyük pazar payı, marka değerinin yüksek olmasını gösterirken, bu pozisyonun devam ettirebilme yeteneği de önemlidir. Ayrıca, piyasaya girişe engel getirilmesi gibi durumlar da notun yüksek olmasına yol açar.
- Coğrafi dağılımı: İkinci alt faktör olarak bankanın faaliyetlerini ne kadar bölge/ülkede devam ettirdiğine bakılır. Daha çok coğrafi bölgeye yayılan bankalar daha farklı ekonomilerde hareket edeceği için, tek bir ekonominin riskine maruz kalmamaktadır. En az bir merkez ve iki diğer bölgede faaliyet gösteren ve net gelirlerinin en fazla %50'si bir bölgeye ait olan bankalar "A" notu alırken; tek bölgede faaliyetlerini sürdüren bankalar bu faktör için "E" notunu almaktadır.
- Gelir istikrarı: Banka gelirlerinin sürdürülebilir olma kabiliyetini belirleyen bu faktörde, bankanın kurumsal müşterilerinin olması bakılan göstergelerdendir. Bireysel müşterilere göre bu iş alanından elde edilen gelirlerin volatilitésinin daha az olması beklenmektedir. Gelirlerinin %80'den fazlasını kurumsal hizmetler ve portföy yönetimi gibi faaliyetlerden elde eden bankalara bu alt başlık için "A" notu verilirken, gelirlerinin %20'den az kısmı bu faaliyetlerden oluşan bankalara "E" notu verilir.
- Gelir çeşitliliği: Bankaların daha fazla alanda faaliyet göstermesiyle alt sektörlere ait riskler dağıtılabilir. Faaliyetlerinin %80'inden fazlası sadece bir alana (bireysel bankacılık, kurumsal bankacılık, varlık yönetimi vb.) yönelen bankalar için de-

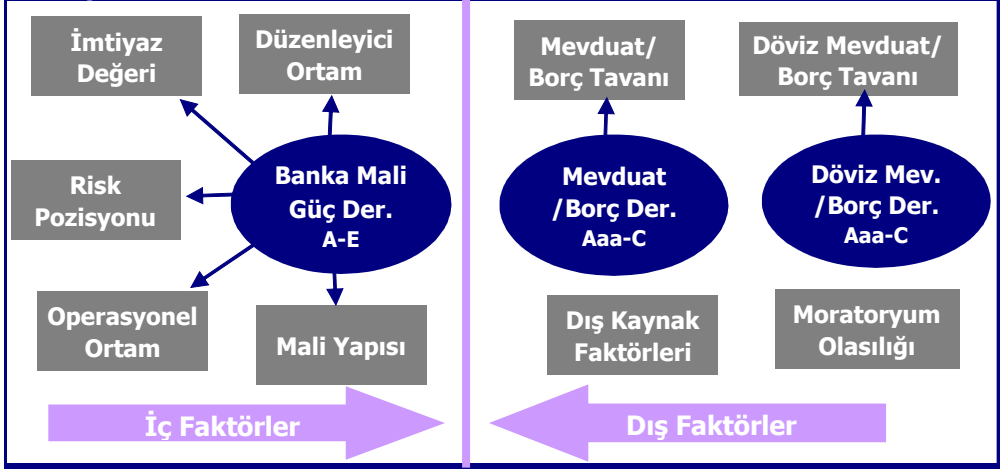
recelendirme notu "E" iken, bir faaliyet alanından elde ettikleri gelirin toplam gelirler içindeki payı en fazla %20 olan bankalar için derecelendirme notu "A"dır.

Risk Pozisyonu

Nitel değerlendirmelerden biri olan risk pozisyonu için kullanılan alt faktörler aşağıdaki gibidir.

- Kurumsal yönetim: Ortaklık, organizasyon ve yönetim yapısının ele alındığı bu alt başlıkta, daha kurumsal bir yapıya sahip olan bankalara verilen kredi notu daha yüksektir.
- Risk yönetimi: Bankanın risk yönetiminin değerlendirildiği bu alt başlık altında, banka yöneticilerinin yanı sıra yönetim kurulu tarafından risk değerlendirmelerinin daha sıklıkla yapılması, kredi notunu yükseltir.
- Mali tablo sunumlarında şeffaflık: Finansal raporlamanın uluslararası standartlara uyumu, zamanında ve belirli aralıklarla açıklanması ile raporların anlaşılabilir ve kaliteli olması bu başlık için verilen kredi notunu yükseltmektedir.
- Kredi riski yoğunlaşması: Kredilerin sınırlı sayıda kişi veya kurumdan ziyade daha fazla kişi veya kuruma verilmesi, riskin dağıtılması açısından önemlidir. Bununla birlikte, kredi verilen sektörlerin çeşitliliği bu başlığa ait kredi notunu yükseltmektedir.
- Likidite yönetimi: Finansal göstergeler için de bir alt faktör olan likidite yönetiminde, bankanın olası risklere karşı kuvvetli likit varlıklarının bu-

Moody's Banka Derecelendirme Metodu



Kaynak: Moody's

- lunması, söz konusu kredi notunu yükseltir.
- Piyasa risk iştahı: Banka risk yönetiminin faiz, hisse senedi fiyatları, döviz kuru gibi piyasa değişkenlerindeki hareketlere ne kadar duyarlı olduğuna bakılır. Bankanın stres testi sonuçları önemli göstergelerdendir.

Düzenleyici Ortam

Bankanın içinde bulunduğu düzenleyici ortam, bankanın kredi notunun belirlenmesinde bakılan bir diğer başlıktır. Bankanın tabi tutulduğu düzenleme yapısının politik ve diğer etkilerden bağımsızlığı, düzenleyici standartların belirgin olması, düzenlemelerin uygulamaya konulup denetiminin düzgün yapılması, düzenlemenin uluslararası standartlara uyumu ve güncel olması bu başlık için belirlenen kredi notunu yükseltir. Diğer başlıkların tersine düzenleyici ortama ait her bir alt faktör için not verilmez, genel bir değerlendirme notu verilir.

Operasyonel Ortamı

Piyasa ortamı ve ülkenin ekonomik durumunu ele alan bu başlık altında belirlenen alt faktörler aşağıdaki gibidir.

- Ekonomik istikrar: Bankanın faaliyet gösterdiği ülke ekonomisinin istikrarlı olması banka notunu yükseltir. İstikrarın belirlenmesi için GSYH'nın son 20 yıl içerisindeki büyüme oranları dikkate alınır.
- Yolsuzluk: Gösterge olarak Dünya Bankasının Yolsuzluk Endeksi kullanılır. Yolsuzluk endeksi 2'nin üzerinde olan ülkelerde faaliyet gösteren bankalar A notunu alırken, 0,35'in altında olan

ülkeler için kredi notu "E"dir. Türkiye'nin 2008 sonu için Yolsuzluk Endeksi notu 2,4'tür.

- Yasal düzenlemeler: Bu başlık altında yasal düzenlemeler ele alınırken, baz alınan parametre ipoteğin paraya çevrilme süresi olup, bu süre 1 yılın altında olan düzenlemelere tabi bankaların kredi notu "A" iken, 5 yıldan fazla olanlar için bu not "E"dir.

Mali Yapı

Bankanın mali yapısını belirlemek için göz önünde bulundurulacak alt faktörler aşağıdaki gibi olup, her bir faktör için çok sayıda parametre kullanılmaktadır. Değerlendirmeler, geçmiş yıllara ait mali veriler göz önünde bulundurularak yapılır.

- Kârlılık: Bankanın kârlılığı değerlendirilirken, kârlılığın bilanço ve nakit akımlarına oranı göz önünde bulundurulur. Net kârın veya vergi öncesi kârın riske göre ağırlıklandırılmış varlıklara oranı, bakılan göstergelerdendir. Oran yükseldikçe kredi notu yükselir.
- Likidite: Mevduat dışı toplam borçlardan cari varlıklar çıkarıldığında elde edilen rakamın toplam varlıklara oranı, bankanın likidite durumu değerlendirilirken kullanılan önemli rasyolardandır.
- Sermaye yeterliliği: Basel uygulaması çerçevesinde kullanılan sermaye yeterlilik oranları göz önünde bulundurulur.
- Verimlilik: Bankanın verimliliği belirlenirken, faiz dışı giderlerin faiz ve faiz dışı toplam gelirlere oranı göz önünde bulundurulur. Oran yükseldikçe kredi notu düşer.
- Varlık kalitesi: Şüpheli alacakların toplam ala-

Moody's- Seçilmiş Finansal Oranlara Göre Banka Derecelendirme Not Skalası

	A	B	C	D	E
Kârlılık					
Net Kâr/Riske göre Ağırlıklandırılmış Varlıklar	≥2.0%	2.0%-1.7%	1.7%-1.0%	1.0%-0.3%	<0.3%
Likidite					
Toplam Borç-Likit Var./Toplam Varlıklar	<-0.1%	-0.1%-0%	0%-0.1%	0.1%-0.2%	≥0.2%
Sermaye Yeterliliği					
Özsermaye/Riske göre Ağırlıklandırılmış Varlıklar	≥7.0%	7.0%-5.5%	5.5%-4.0%	4.0%-2.5%	<2.5%
Verimlilik					
Faiz Dışı Gider/Toplam Gelir	<45%	45%-55%	55%-65%	65%-80%	≥80%
Varlık Kalitesi					
Şüpheli Ala./Toplam Alacaklar	<10%	10%-20%	20%-30%	30%-50%	≥50%
Kaynak: Moody's					

caklar içindeki payının az olması varlık kalitesini artırmaktadır.

Dış Faktörler

Olağanüstü durumlarda bankanın yükümlülüklerini yerine getirecek temel dış kaynaklar incelenmektedir. Bunlar, bankanın bağlı olduğu ana şirket, bankanın iştirakleri, yerel hükümet ve merkezi hükümettir. Her bir dış kaynak için Aaa-C arası not verilip grubun genel notu belirlenmektedir.

Ana şirket ve iştiraklerin notu verilirken banka derecelendirmesine benzer bir metot uygulanmaktadır. Dış kaynak olarak hükümet ele alındığında, yukarıda değinilen ülke riski değerlemesinin yanı sıra para politikaları da göz önünde bulundurulmaktadır. Moody's daha önce de belirtildiği gibi, ülkelerin bankalara sağlayabileceği bir tavan belirleyerek, bu tavana göre not vermektedir. Genel olarak, banka notu ülke tavanının üstünde olamamaktadır.

C. FITCH

Uluslararası alanda faaliyet gösteren bir diğer derecelendirme kurumu olan Fitch, 1913 yılında Fitch Yayıncılık Şirketi adıyla kurulmuştur. Kurulduğu yıllarda, New York Borsasında işlem gören şirketlere yönelik istatistiki veriler yayınlayan Fitch, daha sonra şirket ve kamu tahvillerine ilişkin analizler hazırlamaya başlamıştır. 1924 yılında ise ilk defa şirket tahvillerine kredi notu vermiştir.

Devam eden yıllarda ABD dışındaki ülkelerin şirket ve kamu tahvillerini derecelendiren Fitch 1997 yılında yine bir derecelendirme kurumu olan Londra merkezli IBCA şirketi ile birleşmiş, 2000 yılında ise Duff & Phelps'i satın almıştır. Halihazırda Londra'da ve New York'ta iki merkezi olan Fitch'in, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 49 ülkede ofisi ve 2.100 çalışanı bulunmaktadır.

Fitch kredi derecelendirme kurumu ile risk yönetimi konusunda hizmet veren Algorithmics'in ortağı olan Fimalac Holding, NYSE-Euronext'e kotedir. Temmuz 2009 itibarıyla piyasa değeri 1,4 milyar \$ civarındadır.

Diğer kredi derecelendirme kurumlarında olduğu

gibi, Fitch kredi derecelendirme faaliyetlerinin yanı sıra farklı hizmetler de sunmaktadır. Fitch'in bir bölümü olan Fitch Solution, sabit getirili menkul kıymetlerle ilgili geniş bir veri seti bulundurmakta, makro ekonomik analiz, yatırım danışmanlığı, risk analizi gibi hizmetler sunmaktadır. Moody's'e benzer şekilde, Fitch derecelendirmelerinin pazarlamasını bu bölüm yapmaktadır. Fitch Training bölümünde, kurumsal finansman ve kredi derecelendirmelerine yönelik eğitim verilmektedir.

100'den fazla ülke derecelendirmesi yapan Fitch; kamu kurumu, şirket, banka, aracı kurum, sigorta şirketleri ve leasing şirketleri gibi diğer finansal kurumları ve bu kurumların ihraç ettiği ürünleri derecelendirmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet, ipotekli tahvil, yapılandırılmış krediler, derecelendirildiği yapılandırılmış ürün grupları olup; çeşitli proje finansmanlarını da derecelendirmektedir.

Fitch'in uzun vadeli kredi derecelendirme notları S&P ile aynı olup kısa vadeli not göstergeleri en iyiden en kötüye göre sırasıyla F1, F2, F3, R1,...R5 şeklindedir. Yine S&P gibi, notlara + ve - ekleyerek kategorileri göreceli olarak sıralandırmaktadır.

1. Ülke Notu

Fitch ülke derecelendirmesinde diğer kredi derecelendirme kurumları ile benzer yöntemler kullanmaktadır. Makroekonomik gelişmeler, ekonominin yapısal özellikleri, kamu maliyesi, finans sektörünün derinliği ve dış ticaret ele alınan başlıca faktörlerdendir.

Fitch, ülke derecelendirme notunu uzun ve kısa vadeli olarak yerel ve yabancı para cinsinden yapmakta olup; Moody's gibi ülke tavanı belirlemektedir. Bir anlamda ülkenin yabancı para cinsinden kredi notunu yansıtan ülke tavanı, özel durumlarda aşılabilmektedir.

Avrupa Birliği üyeleri arasındaki sermaye serbestisi gibi düzenlemeler transfer riskini minimize etmektedir. Bu durumda derecelendirmeye tabi kurum hangi Avrupa ülkesinde olursa olsun, kredi notu tavanı AB tavanına (mevcut durumda AAA) göre yapılmaktadır. Benzer durum, ortak bir para ve döviz politikası uygulayan Orta Afrika Ekonomi ve Para Komitesi ile

Batı Afrika Ekonomik ve Para Birliğinde de söz konusu olabilmektedir.

Ülke tavanını belirlerken hükümetin döviz ve sermaye kontrolü riski dikkate alınmaktadır. Fitch'in göz önünde bulundurduğu faktörler aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir.

- Düzenleme ve hükümet riski: Ülke ve politik riskin yanı sıra özel mülkiyet üzerindeki politika ve düzenlemeler ele alınır.
- Kurumsal üyelikler: Olası kriz durumunda döviz ve sermaye kontrolleri, ulus ötesi üyelik ve anlaşmalarla kısmen de olsa telafi edilebilir. OECD ve AB gibi uluslararası kurumlara üyelik, ortak ekonomik alan ve serbest ticaret anlaşmaları ele alınan kriterlerdendir.
- Uluslararası ticaret: Dış ticarete daha açık ve küresel üretim ağına daha çok entegre olan ülkelerde döviz kontrolü ekonomiye daha çok zarar verebileceği için, bu tür riskler daha düşük değerlendirilmektedir. Dış ticaret hacminin milli gelire oranı ve dünyadaki yeri, cari hesap üzerindeki kısıtlamalar ile Dünya Ticaret Örgütüne üyelik gösterge olarak kullanılmaktadır.
- Uluslararası finansal piyasalarla bütünlük: Küresel finans piyasalarıyla daha entegre olan ülkelerde söz konusu kontrol riski azalır. Bütçedeki yabancı varlık ve yükümlülüklerin milli gelire oranı, sermaye hesabı üzerindeki kısıtlamalar önemli kriterlerdendir.
- Enflasyon riski: Enflasyon oranlarının yüksek olduğu durumlarda döviz kurları gösterge fiyatları etkileyebileceği için, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolün artmasını beraberinde getirebilmektedir. Bu kapsamda, son on yıllık enflasyon oranları ve para tabanının milli gelire oranı gösterge olarak kullanılmaktadır.
- Döviz kuru riski: Özel sektörün döviz borç stokunun yüksek olması söz konusu riskleri artırmaktadır. Bu durum döviz kuru rejimini de etkilemektedir. Döviz kuru riskini değerlendirmek için banka ve banka dışı özel sektörün döviz borç stoku ve döviz kuru rejimi ele alınmaktadır.

2. Banka Notu

Fitch, banka notunu belirlerken;

- Faaliyet ortamını,
- Ortaklık yapısını,
- Bankanın yönetim yapısını,
- Risk yönetimini ve
- Mali yapısını göz önünde bulundurmaktadır.

Banka derecelendirmesinde uygulanan metodoloji ve bakılan kriterler diğer kurumlarınkiyle benzer yapıda olduğu için bu bölümde her bir faktör detaylı olarak incelenmemektedir.

Faaliyet ortamı için makroekonomik faktörler yukarıda değinilen kriterlere göre belirlenirken, rekabet ortamı için bankanın içinde bulunduğu sistem (piyasa özellikleri, bankacılık ürünleri, rekabet ortamı ve yoğunlaşma, vb.) ile sistemdeki pazar payı incelenir. Aynı zamanda, kamu bankacılığının sistemdeki yeri ile bankacılık düzenleme otoritelerinin rolü ele alınır. Sermaye yeterlilik oranları, kamuyu aydınlatma sistemi, finansal raporlarının sunumu bakılan diğer önemli konulardır.

Ortaklık yapısı bölümünde, bankanın finansal yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda, destek alacağı ortakları ile potansiyel hissedarları incelenmektedir. Son finansman merci olan merkez bankasının yapısı da göz önünde tutulan önemli faktörlerden birisidir. Ülke tavanı bu noktada önemli bir yer tutmaktadır.

Banka yönetimi analizi için organizasyon yapısı, yönetimin belirli kişi veya gruplara bağımlılık durumu, banka stratejisinin tutarlılığı gibi konular incelenir.

Bankanın risk yönetimi değerlendirilirken ise risk yönetimi faaliyetlerinin etkinliği, bütün risk faktörlerinin bir arada değerlendirilip değerlendirilmediği, yönetim kurulunun bu faaliyetlere katılım durumu ele alınan öncelikli kriterlerdendir.

Bankanın mali yapısı analiz edilirken, söz konusu bankanın kârlılık ve likidite durumu, fon kaynaklarını çeşitlendirebilme derecesi ve sermaye yapısı ele alınır.

D. JCR

Derecelendirme piyasasında uluslararası platformlarda kabul gören bir diğer önemli kurum Japonya



Kredi Derecelendirme Kurumudur (JCR). 1985 yılında banka derecelendirmesi yaparak sektöre katılan JCR, iki yıl içerisinde sigorta şirketleri gibi diğer finansal kurumlarla reel sektör kurumları ve ülkeler için derecelendirme yapmaya başlamıştır.

JCR, Nisan 2009 sonu itibariyle 90'a yakın ülkede, yaklaşık 200 finansal kurum ile 550 özel şirketi derecelendirmektedir. 76 ülke notu veren JCR aynı dönemde, 71 varlığa dayalı menkul kıymeti derecelendirmiştir. Kurumda 90 kişi istihdam edilmektedir. Uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren JCR, 2007 yılında SEC'in ulusal bazda kabul gören derecelendirme kurumu (NRSRO) tanımına kabul edilmiştir.

Diğer derecelendirme kurumlarından farklı olarak, JCR'in ortakları 101 Japon banka ve finans kurumudur.

2007 yılı başında Türkiye'de faaliyete başlayan Avrasya Derecelendirme A.Ş., Kasım 2007'de JCR ile ortaklık sözleşmesi imzalayarak ismini JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. olarak değiştirmiştir.

JCR'nin ülke ve banka notu derecelendirmesi yukarıda değinilen kurumlarla benzerlik gösterdiğinden bu kurumun yapılandırılmış ürün derecelendirmesine yer verilecektir. Yaygın olarak kullanılan yapılandırılmış ürün örneklerinden ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin (Residential Mortgage Based Securities-RMBS, detaylı bilgi için bakınız Sermaye Piyasasında Gündem No:60) derecelendirme metodolojisi ele alınacaktır.

İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Notu

RMBS'ler esasen çeşitli ipotek alacaklarından oluşan bir portföyün menkul kıymetleştirilmesidir. İpotek kredileri bir taşınmazın rehin (teminat) olarak gösterilmesi ile verilir. Uygulama, ipotek kredisi veren banka veya kredi kuruluşlarının bu kredileri kendi bilançolarından çıkartarak özel amaçlı kurumlara (Special Purpose Vehicle-SPV) devretmesine ve SPV'lerin de kredi alacaklarını gruplandığı bir havuz oluşturmaya dayanır. Kredi derecelendirme kurumları, söz konusu araçların sınıflandırılmasında devreye girmektedir. Bu alacaklar kredi derecelerine göre dilimlere ayrılarak farklı vade ve getirilere sahip tahviller şeklinde başka yatırımcılara sunulmaktadır.

JCR, RMBS'leri derecelendirirken, temel olarak dayanak varlık olan ipotek kredilerinin kredi riski ile faiz riskini ele alır. Ayrıca, söz konusu kredileri veren banka ve benzeri finansal kurumlar ile özel amaçlı kurumların (SPV) mali durumunu değerlendirmeye dahil eder.

Kredi Riski

İpotek havuzunu oluşturan alacakların kredi riski belirlenirken, havuzdaki kredilerin geçmişteki erken ödeme veya ödememe yüzdesi, ortalaması, standart sapması gibi istatistiksel analiz yapılmaktadır. Söz konusu kredilerin yoğunluklu olduğu bölgenin ekonomik durumu (işsizlik oranı vb.), borçluların yaş dağılımı, ipoteğe konu olan taşınmazların coğrafi dağılımı gibi kredi havuzlarının genel durumu incelenir.

Ayrıca gerektiğinde borçlu bazında da inceleme yapılabilir. Ödemelerin borçlunun yıllık gelirlerine oranı, alınan kredi ile krediye konu olan varlık değeri arasındaki oran, borçlunun istihdam durumu (ücretli veya serbest çalışan) bakılan göstergelerdendir.

Faiz Riski

Genel itibariyle uzun vadeli verilen ipotek kredilerinin faizleri önceden belirlenmekteyken, bu varlıklara dayanarak çıkarılan RMBS'lerin faizleri ise piyasa faizlerine göre değişebilmektedir.

Sabit faiz oranlı ipotek kredilerinin haricindeki değişken faizli kredilerin ise faizleri yılda bir veya iki kere değişebilmektedir. Piyasadaki faiz oranlarının

düştüğü durumlarda borçlular, kredi alacaklarını zamanından önce daha düşük faizli kredilerle finanse etmek isteyebilir ve erken ödeme riski ortaya çıkabilir. Erken ödeme durumunda kredi veren kurumların getirilerinin düşme ihtimali vardır.

İpotek kredileri ile bu kredileri baz alarak oluşturulan RMBS'lerin faiz oranları arasında olası uyumsuzluklar hesaplanırken, genel faiz oranları göz önünde bulundurulur. İpotek kredi faizlerinin sabit veya değişken olması, değişken faizli ise faiz değişimlerinin sıklığı söz konusu değerlendirmede önemlidir.

İhracçı Riski

Kredi veren bankalar, kredileri toplama aşamasında bu kredileri SPV'lere aktarmadan önce bir müddet kendi bilançolarında bulundurmaktadır. Bu durum, bankanın da değerlendirilmesi gerekliliğini doğurmaktadır. Mali yapı, operasyon ortamı gibi çeşitli kriterler eşliğinde ilgili bankanın riski değerlendirilir.

Teorik olarak, RMBS'lerin kredi notu banka notunun üzerinde olamaz, ancak kredilerden peşin alınan avanslar veya benzeri nakit akışları RMBS'in kredi notunun yüksek olmasına neden olabilir. Diğer taraftan bankanın kredileri ne kadar bilançosunda tutacağı da önemlidir. Örneğin, bankanın söz konusu kredileri bilançolarında 1 gün ya da 1 ay tutması değerlendirmede farklılık yaratır.

Benzer şekilde, bankalardan ipotek kredilerini alıp, kredi havuzları oluşturarak menkul kıymet ihracını gerçekleştirecek SPV'ler de değerlendirmeye alınmaktadır.

Bununla birlikte, ipotek kredisi veren bankalar, söz konusu taşınmazı teminat altına almak için garantör (trustee company) ile çalışırlar. Banka böylece, kredilerin ödenmeme riskini bir anlamda bu kurumlara yükler. Bu kurumlar, kredilerin ödenmemesi durumunda ipoteğe el koyabilme yetkisi alabilmekte, böylece krediler garantiye alınmaktadır. Diğer taraftan bu işlemler bankalar için maliyet artırmaktadır. Havuzdaki kredilerin ne kadarının garantör şirkete bağlı olduğu, garantör şirketin yapısı, ülkedeki ticaret kanunu gibi genel düzenlemeler ihracçı riskini değerlendirirken kullanılan göstergelerdendir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Kredi derecelendirme kurumları, finansal piyasalara fon sağlayan kişi ve kuruluşların asimetric bilgi probleminden kaynaklanan bilgi eksikliğini gidermelerine yardımcı olmak için 1900'lü yılların başında finansal sistemde yerini almaya başlamıştır. Ancak, özellikle son on yıl içinde finansal krizlerin derinleşmesindeki etkileri ile tartışma konusu olmuşlardır.

2001 yılında Enron ile başlayan büyük şirketlerin iflasının ardından, dikkatler bu şirketlere yüksek kredi notu veren derecelendirme kurumlarına çekilmiştir. Bunun üzerine gerek ABD, gerekse AB tarafında kredi derecelendirme kurumları gözden geçirilmiş, çeşitli düzenlemelere gidilmiştir. IOSCO, bu kurumlara yönelik çalışma esaslarını yayınlamış, ülkeler kurumların bu ilkeler doğrultusunda faaliyet göstermesini istemiştir. Ancak devam eden yıllarda yeni bir krizin baş göstermesi, düzenlemelerin etkinliğine dair soru işaretlerini artırmıştır.

2007 yaz aylarında ABD mortgage piyasasında başlayan finansal çalkantının 2008 yılında küresel krize dönüşmesi ile bu kurumlara olan eleştiriler artmış, krizin önemli sorumlularından biri olarak gösterilmeye başlanmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarının yüksek riskli kredileri içeren yatırım araçlarına yüksek kredi notu vermeleri, sistemin yeniden sorgulanmasını beraberinde getirmiştir. Özellikle son yıllarda, başta ABD olmak üzere, çeşitli ülkelerde yatırım bankaları yüksek oranlarda getiri sağlamaları nedeniyle içerisinde yüksek kredi riski taşıyan havuzlara dayanarak çıkarılan yapılandırılmış ürünleri ihraç etmek için kredi derecelendirme kurumlarına başvurmuş, derecelendirme kurumları da bu araçlara yüksek kredi notu vermiştir. Her ne kadar bu notların yatırımcı için tavsiye niteliği bulunmasa da, bu araçlar özellikle emeklilik yatırım fonları, hedge fonlar gibi kurumsal yatırımcılar tarafından yoğun bir şekilde tercih edilmiştir. Bu durumun, içinde bulunduğumuz krizi tetiklemede etkili olduğu düşünülmektedir.

ABD ve AB'de 2005 yılından itibaren derecelendirme kurumlarla ilgili düzenlemelerde çeşitli değişikliklere gidilmiş, 2008'de IOSCO bu kurumlar için yayınladığı çalışma esaslarını revize etmiştir. Uluslararası arena da konu ile ilgili çalışmalar devam etmektedir.

KAYNAKÇA

"Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies", IOSCO, Mayıs 2008

"The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Market", IOSCO, Mayıs 2008

"Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries", United Nations, Ocak 2008

"Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", IOSCO, Ekim 2004

"Report on Activities of Credit Rating Agencies", IOSCO, Eylül 2003

"The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance", CESR, Şubat 2008

"Towards a Global Regulatory Framework for Credit Ratings", S&P, Mart 2009

"The Turner Review; A Regulatory Response to Global Banking Crisis", FSA, Mart 2009

"Brief Summary of the de Larosi re Report", Mart 2009

"Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", SEC, Haziran 2008

"Report of Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", FSF, Nisan 2009

"Sovereign Credit Ratings: A Primer", S&P, Eylül 2007

"A Guide to Moody's Sovereign Ratings", Moody's, A ustos 2007

"Bank Financial Strength Ratings: Global Methodology", Moody's, Şubat 2007

"Country Ceilings", Fitch, Eylül 2008

"JCR Structured Finance Rating Methodology", JCR, Mayıs 2007

ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu (SEC):
www.sec.gov.tr

Moody's: www.moodys.com

Standard and Poor's: www.standardandpoors.com

Fitch: www.fitchratings.com

Japonya Kredi Derecelendirme Kurumu:
www.jcr.co.jp

JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.:
www.jcravrasyarating.com

Finansal İstikrar Kurumu (FSB):
www.financialstabilityboard.org

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



GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Temmuz ayı içerisinde, aracı kuruluş varantlarının alım satım işlemlerine ilişkin esasları belirleyen düzenleme yürürlüğe girerken, varlık teminatlı menkul kıymetlere ilişkin esasları belirleyen düzenleme taslağı kamuoyunun görüşüne sunulmuştur.

Aşağıda sırasıyla, kamuoyunun görüşüne sunulan düzenleme taslağı ile, gerçekleştirilen düzenleme değişikliğine okuyucularımızın mevzuat takibine yardımcı olmak amacıyla yer verilmiştir.

DÜZENLEME TASLAKLARI

VARLIK TEMİNATLI MENKUL KİYMETLERE İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ TASLAĞI

Sermaye Piyasası Kurulunca hazırlanan "Varlık Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı" (Taslak), kamuoyunun görüşüne sunulmuştur.

Konut finansmanı fonlarına ve ipotēge dayalı menkul kıymetlere, ipotek teminatlı menkul kıymetlere, varlık finansmanı fonlarına ve varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin esasları düzenleyen tebliğlerin akabinde çıkarılan Taslak ile, varlık teminatlı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmasına ilişkin esaslar belirlenmektedir.

Varlık teminatlı menkul kıymetler; ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan, alacaklar ve duran varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma senetleridir. Varlık teminatlı menkul kıymeti ihraç edecek kuruluşları, ihraç limitini, ihraç şartlarını, teminat gösterilebilecek alacak ve varlık türlerini, teminat gösterilebilecek varlıklara ilişkin sınırlamaları, teminat gösterilen alacak ve varlıkların değerlendirilmesi ve raporlanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye Kurul yetkilidir.

Bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye

yetkili kamu kurum ve kuruluşları ihraççı olabilecektir. İhraççılar tarafından ihraç edilen varlık teminatlı menkul kıymetler için, gerekli görülmesi halinde Kurulca banka garantisi istenebilecektir.

Taslak ile, varlık teminatlı menkul kıymetlerin ihraçında işleme konu olabilecek varlık türleri;

- Tüketici kredileri,
- Konut kredileri,
- Finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- İhracat işlemlerinden doğan alacaklar,
- Mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları vadeli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar,
- Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak Ziraat Bankasının senede bağlanmış alacakları,
- Halk Bankası'na esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri,
- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları,
- Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları,
- Toplam teminat havuzunun %10'unu aşmamak kaydıyla; nakit, TC Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri ve bu Banka nezdinde yasal yükümlülükler dışında bulundurulmuş serbest mevduat ile devlet iç ve dış borçlanma senetleri,

olarak sayılmıştır.

Varlık teminatlı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar teminat havuzlarında yer alan varlıklar, teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehn edilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez ve iflas masasına dahil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.

İhraççının varlık teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi ve teminat havuzlarına dahil edilen varlıkların varlık teminatlı menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını karşılamaya yetmemesi halinde, alacağı teminat havuzundaki varlıklarla karşılanmayan varlık teminatlı menkul kıymet sahipleri, ihraççının diğer malvarlığına başvurabilir.

Taslak uyarınca, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları dışındaki ihraççılar tarafından, Kurulun sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili kuruluşlar listesinde yer alan bir bağımsız denetim kuruluşunun teminat sorumlusu olarak atanması zorunludur. Kurul, gerekli gördüğü takdirde, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları için de bir teminat sorumlusu belirlenmesini zorunlu tutabilecektir.

Teminat sorumlusu, ihraççının düzenleme hükümlerine uygun hareket edip etmediğini izlemekle yükümlüdür. Teminat sorumlusu, teminat havuzlarına dahil edilen varlıkların mevcudiyetini ve niteliklerini, teminat havuzlarının oluşturulmasını ve varlıkların teminat havuzlarında izlenmesini izlemek, tespit ettiği hususlar hakkında ihraççıya ve Kurula bilgi vermekle yükümlüdür. Kurul, varlık teminatlı menkul kıymet sahiplerinin haklarının korunması amacıyla teminat sorumlusunun değiştirilmesini istemeye veya teminat sorumlusunu resen değiştirmeye yetkilidir.

Taslak uyarınca, varlık teminatlı menkul kıymetler, halka arz yolu ile satılabileceği gibi, halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara da satılabilir. Her iki durumda da, ihraççıların, varlık teminatlı menkul kıymetlerin kayda alınması için Kurula başvurması gerekmektedir. Halka arz yolu ile yapılacak satışlarda izahname ve sirküler düzenlenecektir. Halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda izahname ve sirküler düzenlenmez.

Halka arz edilecek varlık teminatlı menkul kıymetlerin satışının ve dönemsel faiz ödemelerinin aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılması zorunludur. Taslak ile getirilen düzenleme uyarınca; varlık teminatlı menkul kıymetler, Merkezi Kayıt Kuruluşunda kayden izlenecek ve ihraççının talebi ve ilgili borsanın

uygun görmesi üzerine menkul kıymet borsalarında işlem görebilecektir.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

ARACI KURULUŞ VARANTLARININ KURUL KAYDINA ALINMASINA VE ALIM SATIM İŞLEMLERİNE İLİŞKİN SERİ:III, NO:37 SAYILI TEBLİĞ

Borsada işlem görecektir. Aracı kuruluş varantlarının Kurul kaydına alınması ve ihracında uyulması gereken esaslar ile aracı kuruluş varantlarının niteliklerini ve Borsa düzenlemeleri saklı kalmak kaydıyla alım satım işlemlerine ilişkin esasları düzenleyen "Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" 21.07.2009 tarih ve 27295 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Aracı kuruluş varantı; sahibine, dayanak varlığı ya da göstergesi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracıdır.

Dayanak gösterge; Borsa tarafından oluşturulmuş hisse senedi endeksleri, dayanak varlık ise; İMKB 30 endeksinde yer alan hisse senedi veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla hisse senedinden oluşan sepet olarak belirlenmiştir. Kurulca uygun görülmesi durumunda, yukarıda belirtilen dayanak varlık ve göstergeler dışında kalan konvertibl döviz, kıymetli maden, emtia, geçerliliği uluslararası alanda genel kabul görmüş endeksler gibi diğer varlık ve göstergeler de varanta dayanak teşkil edebilecektir. İhraççılar varant ihracında, kendi sermayelerini temsil eden hisseleri dayanak varlık olarak kullanamayacaktır. Varant ihraçları kaydi olarak yapılabilecek olup, ihraççıların MKK üyesi olmaları zorunludur.

Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları veya Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir düzeydeki notların içerisinde en

yüksek üçüncü ve üstü seviyeye denk gelen uzun vadeli talebe bağlı derecelendirme notu almış, yurtdışında veya Türkiye’de yerleşik aracı kuruluşlar, ihraççı olabilecektir. Notlandırma ölçeğine göre en yüksek üçüncü ve üstü seviyeye denk gelen nota sahip olmayan Türkiye’de yerleşik aracı kuruluşlar, anılan şartı sağlayan aracı kuruluşlar tarafından ihraçtan doğan uzlaşılı yükümlülüklerin garanti edilmesi koşuluyla ihraçta bulunabilecektir. Bu durumda ihraçtan doğan uzlaşılı yükümlülüklerinin yerine getirilmesi hususunda ihraççı ve garantör kuruluş müteselsilen sorumlu olacaklardır.

İhraç başvurusu sırasında derecelendirme notunun güncel olduğunu tevsik edici belgelerin Kurula sunulması ve varantın vadesi boyunca derecelendirme kuruluşunun ihraççıya ilişkin notu düzenli olarak gözden geçirmesi, gözden geçirmenin sonucuna bağlı olarak derecelendirme çalışmasını zamanında yeniden değerlendirmek suretiyle verilen notu güncellemesi zorunludur. Varantların satışı sırasında, ihraççı veya garantör kuruluşun derecelendirme notunun belirtilen notun altına düşmesi durumunda, varant ihraçları Kurul tarafından durdurulur ve yeni varant ihracına Kurulca izin verilmez. İhraç edilmiş ve işlem görmekte olan varantlar ise işlem görmeye devam edecektir.

Yatırımcıların, aşırı fiyat dalgalanmalarından etkilenmemesini sağlayacak olan varantların alım satımı, Kurulun onayı üzerine Borsa mevzuatı çerçevesinde belirlenecek işlem esasları kapsamında Borsanın uygun göreceği ilgili pazarda piyasa yapıcılık esasına dayalı olarak yapılacaktır. Sermaye piyasası aracına likit nitelik kazandırmak için İMKB’de piyasa yapıcılığı sistemi altında işlem görecektir şekilde düzenleme yapılmıştır. Piyasa yapıcısı aracı kurum likidite sağlamak üzere, ilgili piyasa düzenlemeleri çerçevesinde sürekli alım-satım kotasyonu vermek zorundadır.

Varantların Kurul kaydına alınması için yapılan başvuru sırasında ihraççı tarafından bir aracı kurum piyasa yapıcısı olarak belirlenerek Kurula bildirilecektir. Piyasa yapıcısı aracı kurumların;

- Türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesine sahip olması,

- Özsermayelerinin 15 milyon TL’den fazla olması,
- Piyasa yapıcılığı ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek, bu faaliyetlere elverişli mekan, teknik donanım, belge kayıt düzeni ve iç kontrol sistemi ile yeterli sayıda yönetici ve ihtisas personeli ile diğer personeli sağlamış bulunması,
- İç kontrol sistemlerinin işleyişi ve prosedürlere uyumu konusunda ilgili olarak, Kurulun bağımsız denetim standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, yıllık bazda düzenlenecek özel amaçlı bağımsız denetim raporunu Kurula ibraz etmiş olması,
- Piyasa yapıcılığına ilişkin yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde Kurul ve Borsa ile koordinasyonu sağlayan “Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı”na ve “Türev Araçlar Lisansına” sahip tam zamanlı çalışan yönetici pozisyonunda bir personelin aracı kurum bünyesinde çalışıyor bulunması,

gerekmektedir. Belirtilen şartları taşıyan aracı kurumların, ihraç ettikleri varantlarda piyasa yapıcı olmaları mümkündür.

Varantların aracı kuruluşlar vasıtasıyla satışı, bunların Borsada işlem görmeleri ve Borsa tarafından işlem görmeye kabul ile ilgili kuralları karşılamaları zorunludur. İhraç edilecek varantların vadesi iki aydan az, beş yıldan fazla olamaz. Varantların satış süresi, vadeyi geçmemek üzere ihraççı tarafından serbestçe belirlenebilecektir. Varantların vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde, bunların satışa sunulduğu ilk gün vade başlangıç tarihi olarak kabul edilecek olup, varantların itibari değeri 1 Kuruştan aşağı olmayacaktır.

İhraççılar, ihraç edecekleri varantları, Kurul’a kaydetmek zorundadır. Kurul, varant ihraç başvurularını, izahname ve sirküleri, ihraççıya ve varantlara ilişkin mevzuatın öngördüğü ve Kurulun gerekli gördüğü bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceleyecek ve varantları kayda alacaktır. Kurulca onaylanan sirkülerin ilanı takiben izahname ve sirkülerde yer alan esaslar çerçevesinde varantlar satışa sunulacaktır.

Varantların alım satımına aracılık, alım satım aracılığı yetki belgesine sahip aracı kurumlarca yapılacaktır. Aracı kurumların müşterileriyle varantlara ilişkin herhangi bir işlem gerçekleştirmeden ve sözleşme yapmadan önce varantların işleyiş esaslarını ve getirdiği hak ve yükümlülükleri ve söz konusu işlemlerin risklerini açıklayan ve içeriği Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğince belirlenen “varantlara ilişkin risk bildirim formu”nu kullanmaları ve bu formu müşterilerine vermeleri zorunludur.

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2007	2008	2009/05	%D
TL Mevduat	209.846	268.803	267.128	-0,6%
DTH	104.196	127.823	136.776	7,0%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	14.828	18.796	22.418	19,3%
DİBS	56.851	62.747	68.473	9,1%
Eurobond	4.281	4.478	5.303	18,4%
Yatırım Fonları	26.498	24.200	30.096	24,4%
Repo	2.733	2.199	2.040	-7,2%
Emeklilik Yatırım Fonları	4.559	6.042	7.448	23,3%
Hisse Senedi	31.246	19.623	30.245	54,1%
Toplam	455.038	534.711	569.927	6,6%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2007	2008	2009/05	%D
Hisse Senedi	81.085	35.417	53.763	51,8%
DİBS	36.618	30.221	28.668	-5,1%
Eurobond	432	927	1.326	43,1%
Mevduat	5.735	9.972	9.634	-3,4%
Toplam	123.870	76.537	93.390	22,0%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2007	2008 31/07/2009	%D	
Milyon TL	335.948	182.025	288.916	58,7%
Milyon \$	289.986	119.698	196.796	64,4%
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri (Milyon \$)	91.364	36.816	63.599	72,7%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	31,5%	30,8%	32,3%	A.D.

İMKB'de İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı				
	2007	2008 31/07/2009	%D	
İşlem Gören Şirketler	319	317	314	A.D.
İşlem Gören Borsa Yatırım Fonları	8	9	10	A.D.

Birincil Halka Arzlar				
	2007	2008 31/07/2009	%D	
Toplam Hacim (Milyon \$)	3.388,8	1.895,2	68,6	A.D.
Hisse Senedi Sayısı	11	3	1	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
	2006	2007	2008	%D
Kâr Eden Şirket Sayısı	219	252	171	-32,1%
Zarar Eden Şirket Sayısı	100	68	141	107,4%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı (Milyon TL)	22.575	31.962	25.660	-19,7%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon TL)	-1.271	-714	-3.514	391,9%
Toplam Kâr/Zarar (Milyon TL)	21.303	31.248	22.146	-29,1%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2007	2008 31/07/2009	%D	
A Tipi Yatırım Fonları	762	365	569	55,8%
B Tipi Yatırım Fonları	21.670	15.253	18.788	23,2%
Emeklilik Yatırım Fonları	3.813	4.193	5.424	29,4%
Borsa Yatırım Fonları	226	128	140	9,7%
Yatırım Ortaklıkları	317	152	236	54,6%
Gayrimenkul Yat.Ort.	2.723	776	1.431	84,3%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	63	27	43	59,5%
Toplam	29.574	20.895	26.631	27,5%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4,0%	3,3%	4,1%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2007	2008	2009/07	%D
Yatırımcı Sayısı	940.766	989.853	997.677	0,8%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2007	2008	2009/06	%D
Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri	70.213	27.297	35.713	30,8%
Saklamadaki Payı	72%	67%	66%	-2,4%
Hisse Senedi İşlem Hacimleri	144.143	142.126	37.136	A.D
İşlem Hacmi Payı	24%	27%	14%	A.D
Net Hisse Senedi Yatırımı	4.533	-2.988	726	A.D

TSPAKB Üyeleri	2007	2008	31/07/2009	%D
Aracı Kurumlar	104	104	103	-1,0%
Bankalar	41	41	41	0,0%
Toplam	145	145	144	-0,7%

İMKB İşlem Hacimleri*	Milyar \$	2007	2008	2009/06	%D
Hisse Senedi Piyasası					
Aracı Kurum	602	514	256	A.D.	
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı					
Aracı Kurum	106	95	46	A.D.	
Banka	800	681	352	A.D.	
TCMB+Takasbank	0	0	0	A.D.	
Toplam	906	776	398		
Repo-Ters Repo Pazarı					
Aracı Kurum	762	852	329	A.D.	
Banka	3.239	3.704	1.434	A.D.	
TCMB+Takasbank	300	288	298	A.D.	
Toplam	4.300	4.844	2.061	A.D.	

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*	2007	2008	2009/07	%D
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	24	54	50	A.D.
Hacim (Milyon TL)	236.071	415.925	336.019	A.D.
Açık Pozisyon (Dönem Sonu)	234.717	209.382	341.753	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler*					
	Milyon TL	2007	2008	2009/03**	%D
	Dönen Varlıklar	3.377	3.689	3.354	-9,1%
	Duran Varlıklar	464	474	759	60,0%
	Aktif Toplam	3.841	4.163	4.113	-1,2%
	Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.641	1.980	2.152	8,7%
	Uzun Vadeli Yükümlülükler	46	33	44	30,8%
	Azınlık Payları	212	180	5	-97,1%
	Ana Ortaklık Özsermaye	1.942	1.970	1.912	-2,9%
	Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	3.841	4.163	4.113	-1,2%
	Net Komisyon Gelirleri	605	473	91	A.D.
	Faaliyet Kârı/Zararı***	302	73	0	A.D.
	Net Kâr	309	181	49	A.D.
	Personel Sayısı	5.860	5.102	4.753	-6,8%
	Şubeler	234	185	161	-13,0%
	İrtibat Bürosu	51	44	40	-9,1%
	Acente Şubeleri	4.775	5.664	5.696	0,6%

*:UFRS'ye ilişkin tebliğ 2008'de değişmiştir.

**:Solo veriler.

***:2007 için esas faaliyet kârıdır.

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi	2007	2008	31/07/2009	%D
İMKB-100	55.538	26.864	42.641	58,7%
İMKB-100 (En Yüksek)	58.232	54.708	23.036	-22,1%
İMKB-100 (En Düşük)	36.630	21.228	42.641	8,5%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	1.194	1.041	1.070	2,8%

Yurtdışı Borsa Endeksleri	2007	2008	31/07/2009	%D
ABD Nasdaq 100	2.085	1.212	1.603	32,3%
ABD S&P 500	1.468	903	987	9,3%
Almanya DAX	8.067	4.810	5.332	10,9%
Arjantin Merval	2.152	1.080	1.720	59,3%
Brezilya Bovespa	63.886	37.550	54.766	45,8%
Fransa CAC 40	5.614	3.218	3.426	6,5%
Güney Afrika FTSE/JSE	28.958	21.509	24.259	12,8%
Hindistan BSE Sens	20.287	9.647	15.670	62,4%
Hong Kong Hang Seng	27.813	14.387	20.573	43,0%
İngiltere FTSE 100	6.457	4.434	4.608	3,9%
Japonya Nikkei 225	15.308	8.860	10.357	16,9%
Meksika IPC	29.537	22.380	27.044	20,8%
Rusya RTS	2.291	632	1.017	61,0%

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

