

KOBİ Borçlanma Araçları (sayfa 6)

**Düzenlemeleri Görüşe Açma
Sürecinde En İyi Uygulamalar
(sayfa 17)**

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

Birliğin 100 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracı-
lık şirketi ve 41 banka olmak üzere toplam 142
üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

Attila Köksal, CFA
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca
Müdür/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

Cennet Türker
Efsun Ayça Değertekin

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker

Yayın Türü: Yaygın, süreli

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

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza Kat:4

1. Levent 34394 İstanbul

Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89

www.tspakb.org.tr

info@tspakb.org.tr

Basım

Printcenter

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

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amaçıyla 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,

Biliyorsunuz, sermaye piyasamızın ihtiyaçlarını karşılayan düzenlemeler getiren ve Avrupa Birliği müktesebatına uyum kapsamında birçok hüküm içeren yeni Sermaye Piyasası Kanunu, borsalara, aracı kuruluşlara, ihraççılara ve yatırımcılara yönelik pek çok yenilik getiriyor. Bunun yanı sıra, Birliğimizin yapısında da değişiklikler öngörülüyor.

Yeni kanun ile üyelik yapısı genişletilerek, Birliğimiz, aracı kuruluşların, ya da yeni kanunun diliyle "yatırım kuruluşları"nın yanı sıra, portföy yönetim şirketleri başta olmak üzere diğer sermaye piyasası kurumlarının da üye olacağı bir meslek örgütü haline getirildi.

Bizler de Birlik yönetimi olarak, sermaye piyasamızda faaliyet gösteren kuruluşları en etkin şekilde temsil edebilmek için çabalarımızı yoğunlaştırdık. Biliyorsunuz, Birliğimizin amaçları arasında üyelerinin ortak ihtiyaçlarını karşılamamanın yanı sıra, meslek ahlâkını korumak ve sermaye piyasasını geliştirmek bulunuyor. Tüm bu amaçlara hizmet edecek en uygun yönetim yapısını bulmak bizim için son derece önemli.

Bu geniş üye tabanının en hakkaniyetli ve verimli şekilde temsilini sağlamak üzere sektörümüz içinde ve Sermaye Piyasası Kuruluyla pek çok görüşme yaptık. Bu kapsamda, geliştirdiğimiz Birlik yapısına ilişkin önerilerimizi Kurul ile geçtiğimiz ay paylaştık. Üyelik yapımızın en kısa sürede kesinleşmesini ve

Birliğimizin yeni üyelerine de değer katmaya başlamasını istiyoruz.

Yukarıda değindiğim üzere, Birliğimizin bir meslek örgütü olarak amaçları arasında meslek ahlâkını korumak bulunuyor. Birlik yönetimi olarak bu konuyu son derece önemsiyoruz. Nitekim, son dönemde gerçekleşen halka arzların olumsuz sonuçlarıyla ilgili rahatsızlıklarımızı pek çok platformda kamuoyuyla paylaştık. Biliyorsunuz, Birlik bünyesinde gönüllü sektör çalışanlarının yer aldığı bir çalışma grubu bu konuda ilkeler geliştirdi. Üyelerimizin de önerilerini aldıktan sonra bu ilkeleri yakın bir zamanda kamuoyu ile paylaşacağız.

Bu vesileyle, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınladığı yeni düzenleme ile, özellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka arzlarını geçmişe göre zorlaştırmasını, kısa vadede piyasaya duyulan güvenin yeniden kazanılması açısından olumlu bulduğumu eklemek istiyorum. Bu aşamada aracı kurumlara ve halka açılacak şirket ortaklarına düşen görev, geçtiğimiz iki yıl içinde yapılan yanlışları incelemek, bunlardan dersler çıkarmak ve bu yanlışların ileride yapılması için gerekli ortamı oluşturmaktır.

Önümüzdeki dönemde, Birliğimiz de geçmişte yapılan hatalardan ders çıkararak sermaye piyasamızın gelişimi için var gücüyle çalışmaya devam edecektir.

Saygılarımla,

Attila KÖKSAL, CFA
BAŞKAN

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Şubat ayında 10 mesleki gelişim eğitimi düzenlenmiştir. Bu eğitimlerden 6'sı genel katılıma açık olup 4'ü çeşitli şirketlerden gelen talep üzerine bu kurumlara özel olarak düzenlenmiştir.

Şubat 2013 Mesleki Gelişim Eğitimleri

Eğitim Adı	Tarih	Katılımcı Sayısı
Halka Açık Şirketlerde Çalışanların Sermaye Piyasası Kanunu Karşısındaki Sorumlulukları*	1 Şubat	22
Bilgi Güvenliği İç Denetimi	4-5 Şubat	15
A'dan Z'ye Borçlanma Araçları İhraç ve İşlem Görme Süreci	11-12 Şubat	22
Halka Açık Şirketlerde Çalışanların Sermaye Piyasası Kanunu Karşısındaki Sorumlulukları*	15 Şubat	26
Opsiyon Piyasasının İşleyişi, Fiyatlaması ve Simülasyonlar Eşliğinde Alım-Satım Stratejileri*	16-17 Şubat	20
Türev Ürünlerin Fiyatlaması	21-22 Şubat	15
Yeni Muhasebe Düzeni ve UFRS'ye Giriş	25 Şubat	10
Yeni Ticaret Kanununun Anonim ve Limited Şirketlere Getirdiği Yenilik ve Değişiklikler	26 Şubat	25
E-İmza ve Kayıtlı E-Posta (KEP)	27 Şubat	18
Bağımsız Denetçiler İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu*	27 Şubat	34
Toplam		207

* Kuruma Özel



Mart 2013 Mesleki Gelişim Eğitim Programı		
Tarih	Eğitim Adı	Süre
4 Mart	Bağımsız Denetçiler İçin Uluslararası Denetim Standartları	1 gün
7-8 Mart	Risk Kültürü, Risk Yönetimi Sistemlerinin Kurulması ve Dünya Uygulamaları	2 gün
8 Mart	Para Politikası Analizi	1 gün
8 Mart	Hukukçular İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu	1 gün
11-12 Mart	Altın ve Altına Dayalı Yatırım Araçları	2 gün
13 Mart	Borçlanma Aracı İhraççıları İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Alt Düzenlemeleri	1 gün
14-15 Mart	Şubeciler İçin Stratejik Pazarlama ve Satış	2 gün
15 Mart	Güncel Ekonomik Verilerin Analizi	1 gün
18 Mart	Kolektif Yatırım Kuruluşları İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Alt Düzenlemeleri	2 gün
18 Mart	Sermaye Piyasası Araçlarının ve Kurumlarının Vergilendirilmesi	1 gün
19-20 Mart	A'dan Z'ye Borçlanma Araçları İhraç ve İşlem Görme Süreci	2 gün
20 Mart	Bağımsız Denetçiler İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu	1 gün
21-22 Mart	Pay İhraççıları İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Alt Düzenlemeleri	2 gün
21-22 Mart	Özel Bankacılık Hizmetleri Kapsamında Türev Ürünlerin Satışı ve Pazarlanması	2 gün
25-26 Mart	Yatırım Kuruluşları İçin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Alt Düzenlemeleri	2 gün
25 Mart	İklim Değişikliği ve Türkiye: İş Dünyası İçin Yükümlülükler ve Fırsatlar	½ gün
29 Mart	Finans Sektöründe Stresle Başetmek	1 gün

Şubat ayındaki eğitimlere toplam 207 kişi katılmıştır. Şubat ayı içinde 19 öğrenci, düzenlediğimiz mesleki gelişim eğitimlerine ücretsiz kontenjan kapsamında katılım olanağı bulmuştur.

Düzenlenen mesleki gelişim eğitimleri ve katılımcı sayılarına ilişkin bilgiler tabloda yer almaktadır.

Mart ayında yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na ilişkin



eğitimler başta olmak üzere farklı konulara yönelik mesleki gelişim eğitimleri planlanmıştır. Detayları tabloda yer alan eğitimlere başvurular internet sitemiz üzerinden yapılmaktadır.

“7 Bölge 7 Üniversite” Harran Üniversitesinde

2012-2013 akademik yılı “7 Bölge 7 Üniversite” sertifika programına, 25-27 Şubat 2013 tarihleri arasında Harran Üniversitesinde düzenlenen seminerle devam edilmiştir. Program kapsamında; SPK, İMKB, İAB, Takasbank, VOB ve TSPAKB uzmanları, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi öğrencilerine sermaye piyasası, sermaye piyasası kurumları ve faaliyetleri hakkında detaylı bilgi vermiştir. Seminerde Birliğimizi temsilen Hukuk İşleri Müdürü Süleyman Morbel bir sunum yapmıştır. Mayıs 2013 ortasına dek seminerlerin düzenleneceği üniversiteler ve seminer tarihleri tabloda yer almaktadır.

7 Bölge 7 Üniversite Sertifikalı Eğitim Semineri	
Tarih	Üniversite
11-13 Mart 2013	Balıkesir Üniversitesi
13-15 Mart 2013	Süleyman Demirel Üniversitesi
20-22 Mart 2013	İnönü Üniversitesi
24-26 Nisan 2013	Pamukkale Üniversitesi
8-10 Mayıs 2013	Karadeniz Teknik Üniversitesi



KOBİ BORÇLANMA ARAÇLARI

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ), tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de ekonominin sürükleyici ve dinamik unsurlarından biridir. Sermaye piyasaları da KOBİ’ler için alternatif bir finansman kaynağı sunmaktadır. Bu kapsamda genellikle KOBİ’ler için KOBİ borsaları ya da ana borsanın bünyesinde KOBİ pazarları oluşturulmuştur. KOBİ finansmanı ve yurtdışındaki KOBİ borsaları/pazarları ile ilgili detaylı bir çalışma Sermaye Piyasasında Gündem’in Eylül 2011 sayısında yer almaktadır. Bir diğer alternatif finansman kaynağı olabilecek borçlanma aracı piyasaları ise KOBİ’ler için dünyada henüz çok gelişmemiş olup, yeni yeni oluşmaya başlamıştır. Bu çalışmada yurtdışı örnekleri ile KOBİ’lere yönelik oluşturulan borçlanma araçları platformları ele alınacaktır.

I. KOBİ FİNANSMANI

Şirketlerin finansmanına sermaye piyasası temelde iki şekilde katkıda bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ve en yaygın olanı şirketlerin hisse senedi ihraç etmesi şeklindedir. Bu yöntemde şirket, hisse karşılığı ortaklık teklif ederek yatırımcılardan ihtiyaç duyduğu nakdi toplamaktadır. Bir diğer yöntem ise borçlanma aracı ihraç etmektir. Şirket, borçlanma aracı karşılığında yatırımcılardan borç para alır ve ilgili enstrümanın niteliğine göre aldığı borcu belirli bir faiz oranı ile geri öder. Borçlanma araçları, düzenli getiri sağlaması yönüyle yatırımcılar için hisse senetlerine göre daha az risklidir.

KOBİ’ler sermaye piyasasından genellikle hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlamaktadır. Yurtdışı örneklerle bakıldığında, KOBİ’ler için ülkedeki ana borsanın dışında bağımsız bir KOBİ borsası ya da ana borsa altında ayrı bir pazar oluşturduğu görülmektedir. KOBİ’lere yönelik oluşturulan piyasalarda kotasyon koşulları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, kotasyon maliyetleri vb. yükümlülükler genellikle ana piyasaya göre daha düşüktür. Ayrıca KOBİ’lerin borsada işlem görmesi için çeşitli devlet teşvikleri de görülmektedir (bknz: Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları, TSPAKB, 2006). Örneğin Türkiye’de KOSGEB Borsa İstanbul bünyesinde

oluşturulan Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem görmek isteyen şirketlere, halka arz maliyetlerinin bir bölümünün karşılanması için geri ödemesiz destek vermektedir.

Öte yandan, küçük ve orta ölçekli şirketlerin borçlanma aracı ihraçları ise bir hayli kısıtlı olup, KOBİ borçlanma araçlarının işlem gördüğü platform/piyasalara pek rastlanmamaktadır. Bunda KOBİ’lerin limitli varlıkları, dalgalı gelir yapısı gibi nedenlerle genellikle daha riskli bir yapıya sahip olmaları etkili olabilmektedir. Bu riskli yapı borçlanma aracının kredi notunu sınırlandırmaktadır. Gelişmiş piyasalarda, borçlanma araçlarının esas yatırımcıların emeklilik yatırım fonları gibi büyük kurumsal yatırımcılar olduğundan “kredi notu” önemli bir kriterdir. İhraç maliyetleri de KOBİ’lerin borçlanma aracı ihracı önünde bir engel oluşturabilmektedir.

Bununla birlikte, özellikle global krizin ardından, KOBİ’lerin temel finansman kaynağı sayılabilecek banka kredi hacmi azalmıştır. Örneğin Avrupa İş-



tatistik Kurumunun yaptığı anket sonuçlarına göre Londra'da KOBİ'lerin banka kredisi başvurusunun reddedilme oranı 2007 yılında %6 iken bu oran 2010'da %21'e çıkmıştır. Söz konusu oranlar aynı dönemde İspanya'da %3'den %13'e; Hollanda'da %7'den %23'e; İrlanda'da ise %1'den %27'ye çıkmıştır. Ayrıca, uygulanması planlanan Basel III kriterleri ile birlikte, bankaların KOBİ kredilerine karşı ayıracağı sermaye tutarlarının artması ve kredi verirken daha ihtiyatlı davranacağı beklenmektedir.

Diğer taraftan, finansal krizin ardından son yıllarda dünya çapında faizlerin düşmesi borçlanma aracı piyasasının gelişmesi için uygun bir ortam oluşturmaktadır.

Bu gelişmelere paralel olarak, KOBİ'lere alternatif bir finansman kaynağı sunmak için son yıllarda bazı ülkelerde bu şirketler için borçlanma aracı ihraç edebilecekleri çeşitli platformlar oluşturulmaya başlanmıştır.

II. KOBİ BORÇLANMA ARAÇLARI PİYASALARI

Bu bölümde Almanya, Avrupa (Euronext), Çin ve Kore'deki küçük ve orta ölçekli şirketlerin borçlanma aracı ihraçları için oluşturulan platformlar incelenmiştir. Bu platformlar genellikle son birkaç yılda işleme geçtiği için, detaylı bir veri bulmak mümkün olmamıştır. Bununla birlikte, raporda kullanılan KOBİ ifadesinin ilgili ülkelerin düzenlemelerinde yer alan resmi KOBİ tanımı anlamına gelmediğini belirtmek faydalı olacaktır. İlgili borsalar resmi KOBİ tanımları yerine kendi belirledikleri kriterleri kullanmaktadır.

A. Almanya

Moody's'in "German Corporate Debt Financing Shifting from Bank Lending to Bond Issuance" raporunda yer alan değerlendirmeye göre, Almanya'da 2007 global krizinin ardından kredi hacimleri daralmış, şirketlerin borçlanma

aracı ihraçları artmıştır. 2007'de 21 milyar € civarındaki borçlanma aracı ihracı 2009'da 73 milyar €'ya kadar çıkmış, 2010 ve 2011 yılları arasında ortalama 40 milyar \$ civarında seyretmiştir. Rapora göre, azalan faiz ortamında daha fazla getiri sağlayan şirket tahvilleri yatırımcıların ilgisini çekmeye başlamıştır. Aynı raporda son iki yılda KOBİ tahvil ihraçlarının da önemli derecede arttığı kaydedilmiştir. Son beş yılda yapılan ihraçların yarısı 100 milyon €'nın altında olup, bu dönem içerisinde kredi notu yatırım yapılabilir seviyesinin altında (spekülatif) veya derecelendirilmeyen tahvillerin ihraçları artmıştır. Bu ortamda küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik borçlanma araçları platformlarının ilk örnekleri Almanya'da görülmüştür.

Bishopsfield adlı uluslararası danışmanlık şirketinin 2012'de yayınladığı bir rapora göre, borçlanma araçları piyasasının gelişmesiyle ülkedeki çeşitli borsalarda KOBİ tahvillerinin işlem görmesi için çeşitli pazarlar oluşturulmuştur. Bu kapsamda yerel borsalardan Hamburg Borsasında 2011 yılında açılan KOBİ pazarında 2 KOBİ tahvili, Düsseldorf Borsasında KOBİ pazarında 14 KOBİ tahvili kote olmuştur. Yine yerel bir borsa olan Stuttgart Borsasında da 2010 yılında açılan BondM pazarında 25 KOBİ tahvili kote olmuştur. Kotasyon koşulları borsalara göre değişmekle birlikte, genellikle birbirine benzer şekildedir.

Tahvil izahnamelerinin ülke sermaye piyasası düzenleyici otoritesi BaFin'ce onaylanması, yarıyillik ve yıllık finansal raporları ile fiyatı etkileyecek özel durum açıklamalarının kamuya açıklanması beklenmektedir. Hamburg Borsası dışındaki iki borsada

Alman Yerel Borsaların KOBİ Tahvil Platformları

	Hamburg Borsası	Düsseldorf Borsası	Stuttgart Borsası
Pazarın Adı	KOBİ Pazarı	KOBİ Pazarı	BondM
Kuruluş Yılı	2011	2011	2010
Minimum İhraç Tutarı	-	-	250,000 €
İzahname Yükümlülüğü	BaFin'in onayından geçmiş	BaFin'in onayından geçmiş	BaFin'in onayından geçmiş
Piyasa Danışmanı	Var	Var	Var
Derecelendirme Şartı	-	(minimum BB)	Var
Piyasa Yapıcılığı	-	-	Var
Finansal Rapor Bildirimi	Yıllık, yarı yıllık	Yıllık, yarı yıllık	Yıllık, yarı yıllık
Kote Tahvil Sayısı (2012)	2	14	25

Kaynak: Bishopsfield Capital (2012), Stuttgart Borsası

Frankfurt Borsasında Özel Sektör Tahvilleri		
	Resmi Piyasa	Resmi Olmayan Piyasa
Ödenmiş Sermaye	730,000 €	-
İhraç Tutarı	100 mn. €	-
Derecelendirme Şartı	Var	Var
Yıllık Finansal Rapor Bildirimi	UFRS/GAAP standartlarına göre (Borsa tarafından belirlenmiş detaylı finansal rasyolarla birlikte)	Yerel muhasebe standartlarına göre
İzahname Yükümlülüğü	AB düzenlemeleri ile uyumlu Bafin'in onayından geçmiş	BaFin'in onayından geçmiş
Piyasa Danışmanı	-	Var
Kotasyon Sonrası Finansal Tablo Bildirimi	Üçer aylık, yarıyılık, yıllık	Yarıyılık, yıllık
Kaynak: Deutsche Börse		

yapıcılığı sistemi mevcuttur. 2012 sonu itibariyle bu pazara 15 tahvil kotedir.

Almanya'da incelenen borsalardaki KOBİ tahvillerine genellikle kurumsal yatırımcılar yatırım yaparken, bu tahvillerin bireysel yatırımcıların da ilgisini çektiği görülmektedir. Bishopsfield şirketinin raporuna göre 2010-2012 yılları arasında KOBİ tahvillerinin yaklaşık beşte birine gerçek kişiler yatırım yapmıştır.

da tahvillerin borsa tarafından belirlenen kredi derecelendirme şirketleri tarafından derecelendirmesi istenir. Düsseldorf Borsası minimum "BB" kredi notu şartı getirmiştir.

Ayrıca, üç borsada da piyasa danışmanlığı sistemi mevcuttur. Piyasa danışmanı, şirketi ihraca hazırlarken, kotasyon sonrasında şirketin uyması gereken kurallar konusunda şirkete danışmanlık verir. Halihazırda borsaların ana pazarında işlem gören şirketlerin KOBİ pazarlarında işlem gören tahvilleri varsa, piyasa danışmanına gerek yoktur. Piyasa likiditesini artırmak adına, Stuttgart Borsasında piyasa yapıcılığı sistemi getirilmiş olup, tüm tahviller için günde en az bir defa fiyat belirlenmesi istenir.

Ülkenin en büyük borsası olan Deutsche Börse yönetimindeki Frankfurt Borsasında ise kotasyon koşullarının kolaylaştırıldığı Resmi Olmayan Piyasasında (Entry Standard) KOBİ tahvilleri 2010 yılından itibaren işlem görmektedir. Resmi Olmayan Piyasa ile ana pazar niteliğindeki ve AB düzenlemelerinin geçerli olduğu Resmi Piyasadaki (Prime Standard) kotasyon koşullarının özeti tabloda sunulmuştur. Minimum ödenmiş sermaye, ihraç tutarı gibi sayısal şartlar Resmi Olmayan Piyasada kaldırılmıştır.

Frankfurt Borsasında KOBİ tahvillerinin ilk ihracı toptan satış şeklinde olabileceği gibi ülkedeki diğer yerel borsalardan farklı olarak "borsada satış" yoluyla da gerçekleştirilebilir. Borsada işlemler diğer tahviller gibi saat 9:00-17:30 arasında gerçekleşir. Piyasa

B. Euronext

Euronext borsasında küçük ve orta ölçekli şirket hisselerinin işlem gördüğü Alternext piyasası 2005'te açılmıştır. 2012 yılında ise Alternext piyasasında tahvil pazarı açılmış ve KOBİ borçlanma araçları işlem görmeye başlamıştır.

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

KOBİ tahvilleri halka arz veya tahsisli satış yoluyla



Euronext Borçlanma Araçları Kotasyon Koşulları

	Euronext	Alternext
Min. İhraç Miktarı	10 milyon €	200.000 €
Finansal Tablo Bildirimi	Son 3 yıllık finansal tablo sunumu (Bağımsız denetimden geçmiş)	Son 2 yıllık finansal tablo sunumu (son yıl bağımsız denetimden geçmiş)
Muhasebe Standardı	UFRS	UFRS ya da yerel muhasebe standardı
Finansal Aracı	-	Sponsor kurum
Derecelendirme	-	KOBİ tanımına giren şirketler için gerekli
İzahname Yükümlülüğü (Düzenleyici otoritenin onayından geçmiş)	Var (Tahsisli satışta sirküler yükümlülüğü)	Var (Tahsisli satışta sirküler yükümlülüğü)
Kaynak: NYSE Euronext		

Alternext'e kote olabilir. Euronext'teki tahvillere göre kotasyon koşulları düşürülmüştür.

Alternext'teki borçlanma araçları için minimum ihraç miktarı 200.000 € gibi düşük bir seviyede tutulmuştur. Alternext'te hisse senetleri için minimum ihraç miktarı 2,5 milyon €'dur. Tahvil piyasasında ana pazara kote olacak borçlanma araçları için alt limit 10 milyon €'dur. Tahsisli satış yapan şirketler için düzenleyici otoritenin onayından geçmiş sirküler yeterliyken, halka arz olacak şirketler için otorite tarafından onaylanmış daha kapsamlı bilgileri içeren izahnamelerin hazırlanması gerekir. AB'ye göre KOBİ tanımına giren şirketler için derecelendirme sorumluluğu vardır. Son finansal yılında:

- Çalışan sayısı 250'den az,
- Toplam varlığı 43 milyon €'dan az ya da toplam hasılatı 50 milyon €'dan az,

olan şirketler AB mevzuatına göre KOBİ tanımına girmektedir. Bu şirketler borsanın belirlediği derecelendirme şirketi tarafından kredi notu almakla yükümlüdür. Bu tanıma girmeyen şirketler için kredi notu alma şartı yoktur.

Kote olacak tahviller için, son iki yıllık finansal tablo hazırlanması gerekirken, son yıla ait tabloların bağımsız denetimden geçmesi gereklidir. Finansal tablo sunumlarında Uluslararası Finansal Raporlama Standartları yerine yerel muhasebe standartları da kullanılabilir. Bu pazara kote olan şirketlerin çeyrek dönemler halinde finansal tablo hazırlama zorunluluğu bulunmazken, yayınladıkları yarı yıllık tabloların da bağımsız denetimden geçmesine gerek yoktur.

Öte yandan kote şirketler, fiyat hareketlerini etkileyecek önemli durumları, bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tabloları, payı %5'i aşan yatırımcıları, yöneticilerin yaptıkları işlemleri ve diğer kamuyu aydınlatma bildirimlerini yapmak zorundadır.

Alternext'te kote olacak borçlanma aracı ihraç eden şirketlerin Borsaya kayıtlı sponsor bir aracı

kurum atamaları gerekir. Şirket, sponsor kurumla kote olma ve kotta kalma süresince anlaşmaktadır. Sponsor kurum, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumludur.

Alternext'te KOBİ tahvilleri, tahsisli satış ya da Frankfurt Borsasında olduğu gibi borsada satış yoluyla ihraç olabilmektedir. Borsada satış yönteminde, gerekli izahnameleri ve derecelendirme yükümlülüklerini yerine getiren şirketler, banka ve aracı kurum vasıtasıyla hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılardan talep toplayarak satış yapmaktadır. Böylece, bireysel yatırımcılara da ulaşılması düşünülmüştür. Halka arzın ardından şirket tahvili borsaya kote olmaktadır.

Mayıs 2012'de ilk ihracın gerçekleştiği bu piyasada, henüz yalnızca Alternext Paris'te kote olan tahviller bulunmaktadır. Bu piyasada 2012 sonu itibarıyla 32 şirket tahvili işlem görmektedir.

C. Çin

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

Ülkede KOBİ tanımına giren çalışan sayısındaki yüksek rakamlar dikkat çekmektedir. KOBİ tanımı sek-

Çin Özel Sektör Borçlanma Aracı Piyasası

	Düzenleyici Kurum	Düzenleme Şekli	İşlem Görülen Piyasa	İhraç Şekli	Maksimum İhraç Miktarı	Minimum Varlıklar	Dercelendirme Şartı
Kısa Vadeli Bonolar	Ulusal Kurumsal Yatırımcılar Birliği	Kayıt-İlgili dokümanların gözden geçirilmesi	Bankalararası Tahvil Piyasası (tezgahüstü)	Halka arz	Şirket varlıklarının en fazla %40'ı kadar	-	Var
Orta Vadeli Tahviller	Ulusal Kurumsal Yatırımcılar Birliği	Kayıt-İlgili dokümanların gözden geçirilmesi	Bankalararası Tahvil Piyasası (tezgahüstü)	Halka arz	Şirket varlıklarının en fazla %40'ı kadar	-	Var
KOBİ Toplu Tahvilleri	Ulusal Kurumsal Yatırımcılar Birliği	Kayıt-İlgili dokümanların gözden geçirilmesi	Bankalararası Tahvil Piyasası (tezgahüstü)	Halka arz	Şirket varlıklarının en fazla %40'ı kadar	-	Var
Girişim Tahvilleri	Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu	Düzenleyici kurum onayı	Bankalararası Tahvil Piyasası, Borsa	Halka arz	Şirket varlıklarının en fazla %40'ı kadar	-	Var
Kote Şirket Tahvilleri	Çin Sermaye Piyasası Kurulu	Düzenleyici kurum onayı - İzahname Yükümlülüğü	Borsa-Ana Pazar	Halka arz	Şirket varlıklarının en fazla %40'ı kadar	10 milyar RMB (1.6 milyar \$)	Var (5 yıldan fazla vadeli tahvilleri için AAA kredi notu)
KOBİ Toptan Satış Tahvilleri	Borsalar	Kayıt-İlgili dokümanların gözden geçirilmesi	Borsa-KOBİ Pazarı	Toptan satış (max. 200 kişi)	Limit yok	1 milyar RMB (160 milyon \$)	Var (min. B kredi notu)

Kaynak: ASEAN+3 Bond Market Guide (2011), Nomura Research (2012)

törlere göre değişmektedir. Örneğin endüstri alanında faaliyet gösteren şirketler için çalışan sayısı 3.000'den, toplam varlıkları 400 milyon RMB'den (64 milyon \$) veya toplam hasılatları 300 milyon RMB'den (48 milyon \$) az olan şirketler KOBİ tanımı na girmektedir. Diğer taraftan maksimum çalışan sayısı kriteri inşaat sektörü için 600'e inmektedir. Hızlı büyüyen Çin ekonomisinde de KOBİ'lerin önemli bir yeri vardır. Bu nedenle KOBİ finansmanına alternatif çözümler sunmak için çeşitli politikalar üretilmektedir. Bunlardan biri de borçlanma araçları piyasasıdır.

Ülkede özel sektör borçlanma aracı ihraçları son yıllarda önemli derecede artmıştır. 2000'li yılların başına kadar şirket tahvil stokunun milli gelire oranı %1 civarındayken bu oran 2011 sonunda %11'i aşmış, özel sektör tahvil stoku 1,8 trilyon \$'a ulaşmıştır. Aynı dönemde küçük ve orta ölçekli şirketlerin tahvil ihraçlarında da artış yaşanmıştır.

2005 yılından itibaren tezgahüstünde işlem gören KOBİ tahvil ihraçları artmıştır. Organize borsalarda ise KOBİ tahvillerinin işlem görmesi için 2012 yılında yeni bir piyasa açılmış olup işlemler henüz çok düşük seviyededir.

Ülkede farklı yapılarıdaki özel sektör tahvillerine ilişkin genel bilgiler tabloda özetlenmiştir.

Tezgahüstü piyasada işlem gören tahviller

Kısa vadeli bonolar, vadesi 1 yıla kadar olan tahvillerdir. Orta vadeli tahvillerin ise vadesi 1 yıldan fazla olup 10 yıla kadar değişebilmektedir. Kısa va-

deli bonolar ya da orta vadeli tahviller tüm şirketler tarafından çıkarılabileceği gibi genellikle KOBİ'ler tarafından tercih edilmektedir. Daha önce bu tahviller Türkiye'deki Kalkınma Bakanlığına benzer fonksiyonları olan Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonunun gözetiminde iken, 2008 yılından itibaren, ihraç prosedürleri kolaylaştırılarak Ulusal Kurumsal Yatırımcılar Birliği (National Association of Financial Market Institutional Investors-NAFMII) gözetimine geçmiştir. Önceki uygulamada şirketlerin minimum net varlığının 60 milyon RMB (9,6 milyon \$) olması gerekiyordu, söz konusu kriter kaldırılmıştır. Öte yandan, söz konusu şirketlerin son üç yıldaki dağıtılabilir kârının, bir yıllık faizi karşılması beklenir.

Tezgahüstü piyasada işlem gören tahvillerin gözetiminden sorumlu olan ve 2007'de kurulan NAFMII, özdüzenleyici bir kuruluştur. Banka, aracı kurum, faktoring şirketleri, sigorta şirketleri gibi finansal kurumların yanı sıra ihraççı şirketler de NAFMII'ye üyedir. Tezgahüstü piyasalardaki banka dışı borçlanma araçları ihraçlarında, NAFMII'nin özdüzenleyici kuralları ve prensiplerine uyulmalıdır. NAFMII kuraları belirlerken Merkez Bankasının da a sunmaktadır.

Banka dışı tahviller NAFMII'ye kayıt olmaktadır. Kayıt aşamasında şirketler, aracı kurum vasıtasıyla, şirket faaliyet ve finansal bilgilerini içeren belgeleri ve aracı kurum tarafından hazırlanan şirket değerlendirme raporlarını NAFMII'ye sunar. Gözden geçirme işlemleri NAFMII'nin atadığı (belirli kriterlere sahip) uzmanlar tarafından yapılır. Dokümanların yetersiz olduğu durumlarda NAFMII ihracı geri çevirebilir.

2007 yılında uygulamaya sokulan KOBİ toplu tahvillerinde (SME Collective Bonds) ise 2 veya daha fazla sayıda küçük ve orta ölçekli şirketler bir araya gelerek tahvil ihraç etmektedir. Her bir şirket kredi notu almış olmalıdır. Genellikle benzer kredi notuna ve sermaye yapısına sahip şirketler bir araya gelerek KOBİ toplu tahvili ihraç etmektedir. Gruptaki herhangi bir şirketin iflas etmesi durumunda, yatırımcıya verilecek faizler kalan diğer şirketlerden tahsil edileceği için şirketlerin bir araya gelirken benzer bir yapıda olması önemlidir. Bununla birlikte, bazı örneklerinde görüldüğü gibi, KOBİ toplu tahvilleri daha yüksek kredi notuna sahip bir banka ya da sigorta şirketinin garantörlüğüne girerek daha yüksek kredi notundan ihraç olabilmektedir. Tezgahüstü piyasasında işlem gören diğer tahviller gibi KOBİ toplu tahvillerinde de şirketlerin son üç yıldaki dağıtılabilir kârının, bir yıllık faizi karşılaması beklenir.

2008'de yapılan yeni düzenlemeyle KOBİ toplu tahvillerinin vadesinin 1 yıldan daha az olmasına izin verilmiştir. Bu durum, birden fazla şirketin bir araya gelerek oluşturduğu KOBİ toplu tahvillerinde vadenin kısa tutularak risklerin azaltılması açısından önemli olmuştur. Yine diğer tahviller gibi KOBİ toplu tahvilleri de 2008 yılından itibaren, ihraç prosedürleri kolaylaştırılarak NAFMII gözetimine geçmiştir. Daha önce her bir şirketin minimum net varlığının 30 milyon RMB (4,8 milyon \$) olması gerekiyorken, söz konusu kriter kaldırılmıştır. Özellikle 2008 yılından sonra KOBİ toplu tahvillerinin ihracı artmıştır. Ayrıca, belirli bir limite kadar bu bono/tahviller yerel hükümet yatırım fonlarının da garantisi altına alınmıştır.



Çin Merkezi Saklama Kurumunun verilerine göre tezgahüstü piyasada son yıllarda tahvil ihraçları artmış, 2012 yılında 250 milyar \$ civarında 1.000'in üzerinde kısa ve orta vadeli tahvil ihracı gerçekleşmiştir. KOBİ toplu tahvillerinde de benzer bir gelişme yaşanmış, 2009-2012 yılları arasında 75 KOBİ toplu tahvili ihraç edilerek, 3 milyar \$'a yakın kaynak sağlanmıştır.

Çin Tezgahüstü Piyasalardaki Özel Sektör Borçlanma Araçları İhraçları				
	2009	2010	2011	2012
İhraç Sayısı				
Kısa Vadeli Bonolar	263	442	395	482
Orta Vadeli Tahviller	172	223	407	564
KOBİ Toplu Tahviller	4	19	17	34
Toplam	439	684	819	1,080
İhraç Miktarı (mn. \$)				
Kısa Vadeli Bonolar	67,556	102,316	82,467	104,141
Orta Vadeli Tahviller	100,850	74,723	115,502	135,491
KOBİ Toplu Tahviller	185	707	832	1,140
Toplam	168,591	177,746	198,801	240,772
Kaynak: Çin Merkezi Saklama Kurumu				

Ülkede ihraç olan tüm özel sektör borçlanma araçları için derecelendirme şartı vardır. Derecelendirme kurumları Merkez Bankası gözetimine tabi olup, Merkez Bankası kredi notları ve anlamlarına standart getirmiştir. Buna göre kredi notları 3 sınıfta (A, B ve C) ve toplam 8 alt kırılımda yayınlanabilmektedir. Tezgahüstü piyasada işlem görecekt şirketler için minimum varlık tutarı gibi sayısal kriterler bulunmayıp, şirketler toplam varlıklarının en

fazla %40'ı kadar ihraç yapabilmektedir. KOBİ toplu tahvilleri için de bu oran, ihraçta bulunan şirketlerin toplam varlıklarının %40'ı kadardır.

2008 yılından itibaren hükümetin özel sektör ihraçlarını teşvik etmek amacıyla getirdiği düzenlemelerle birlikte, yüksek riskli ve yüksek getirili özel sektör ihraçları hız kazanmıştır. Ancak söz konusu riskli tahvillerin finansal piyasaların istikrarı için risk olabileceği yönünde eleştiriler de artmıştır.

Girişim tahvilleri, kamu kurumları ve kamunun sahip olduğu diğer şirketler tarafından ihraç edilmektedir. Bu tahviller, Türkiye'deki Kalkınma Bakanlığına benzer fonksiyonları olan Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonunun gözetiminde olup, ihraçlar bu kurumun onayıyla gerçekleşir. Girişim tahvilleri tezgahüstünde işlem görebildiği gibi kotasyon koşullarını yerine getirerek borsaya da kote olabilmektedir. Girişim tahvilleri genellikle daha küçük ve orta boyuttaki kamu kurumları ve şirketleri tarafından ihraç edilmektedir.

Organize piyasalarda işlem gören tahviller

Borsalarda ana pazarda işlem gören kote tahviller, Çin Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemesine tabidir. İhraç olacak şirketlerin son yıldaki toplam varlığının en az 10 milyar RMB (1,6 milyar \$) olması gerekir. Diğer tahviller gibi maksimum ihraç miktarı toplam varlıkların %40'ı kadardır. Kote tahviller ülkenin iki önemli borsası olan Şanghay ve Şenzhen borsalarında işlem görmektedir. Tahvillerin vadesi minimum 1 yıl olmalıdır.

Mayıs 2012'de küçük ve orta ölçekli şirketlerin organize piyasalar yoluyla ihraç edilmesi için "KOBİ Top-tan Satış Tahvilleri" düzenlemesi başlatılmıştır. Buna göre borsalara kote olmayan ve finans dışı sektörde faaliyet gösteren şirket tahvilleri Şanghay ve Şenzhen borsalarında ihraç olabilmektedir. İMKB'deki "Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı" şeklinde işleyen bu sistemde izahname hazırlama yükümlülüğü olmayıp, toplam varlıklar ve derecelendirme koşulları düşürülmüştür. Bu kapsamda, genellikle tahvil faiz oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir. Ancak, ilk ihraçta getiri oranlarının en fazla gösterge tahvil oranlarının 3 katı olacak şekilde belirlenmesi istenmektedir.

Tahvillerin sadece nitelikli yatırımcıya satışı söz konusu olup, yatırımcı sayısı 200 ile sınırlıdır. Tahviller ihraç olduktan sonra diğer kote tahviller gibi borsanın elektronik sisteminde işlem görebilir ancak, maksimum yatırımcı sayısı 200 olmalıdır. 2012 sonu itibarıyla, 80'e yakın tahvil bu şekilde ihraç olmuştur.

D. Kore

1990'lı yıllardan itibaren küçük ve orta ölçekli şirketlerin geliştirilmesine yönelik pek çok şekilde devlet teşviklerinin yapıldığı Kore'de, sermaye piyasası KOBİ'ler için önemli finansman kaynaklarından biri olmuştur. KOBİ hisse senetlerinin işlem görebildiği Kosdaq, Kore Aracı Kuruluşlar Birliği öncülüğünde 1996 yılında kurulmuştur. Dünya uygulamaları arasında başarılı bir örnek sayılabilecek Kosdaq'ta düşük kotasyon koşullarının yanında, çeşitli devlet teşvikleri getirilmiştir. 2005'de ülkenin ana borsası olan Kore Borsası ile birleşen Kosdaq'ta 2012 sonu itibarıyla, ana pazara yakın bir sayıda, 1.000'in üzerinde şirket işlem görmektedir.

Borçlanma araçları piyasasına bakıldığında Kore'deki özel sektör tahvil piyasasının etkin olduğu görülmektedir. Mart 2012 sonu itibarıyla toplam tahvil stokunun yarısına yakın bir kısmı özel sektör tahvillerine aittir.

Kore'de tahvil ihraççılarının iki veya daha fazla kredi derecelendirme kurumu tarafından derecelendirilmesi istenmektedir. Tahvil yatırımcıları arasında büyük ağırlığa sahip olan kurumsal yatırımcılar, genellikle yatırım yapılabilir seviyenin altında kredi notuna sahip özel sektör borçlanma araçlarına yatırım



Kore Özel Sektör Borçlanma Aracı Piyasası

	Kore Borsası	Nitelikli Kurumsal Alıcı Pazarı
Toplam Varlıklar	Min. 500 milyar KRW (450 milyon \$)	Mak. 500 milyar KRW (450 milyon \$)
Toplam Nominal Tutarı	Min. 300 milyar KRW (270 milyon \$)	-
İhraç Şekli	Halka Arz	Toptan Satış
Derecelendirme Şartı	Var	-
İzahname Yükümlülüğü	Var	-
İşlem Yeri	Borsa	Tezgahüstü (KOFIA)
Kaynak: Kore Borsası, KOFIA		

yapmamaktadır. 2011 yılında ihraç edilen tahvillerin %98'inin kredi notu, yatırım yapılabilir seviyenin üzerindedir.

Tahvil ihraç edecek şirketlerin toplam varlıkları en az 500 milyar KRW (450 milyon \$) olmalıdır. Ayrıca, ihraç edilecek tahviller şirket özsermayesinin dört katını aşmamalıdır. İhraççılar halka arz izahnamelerini düzenleyici otoriteye kayıt ettirir. İhraççılar, ayrıca kredi derecelendirme notlarını ve halka arz aracılık eden kurum tarafından hazırlanan değerlendirme raporlarını kamuoyunun bilgisine sunmak zorundadır.

Ülkede özel borçlanma araçlarında ikincil piyasa işlemlerinin büyük bir kısmı tezgahüstünde yapılmaktadır. Bu piyasadaki işlemlerde özdüzenleyici kurum olan Kore Finansal Yatırım Birliği (Korea Financial Investment Association-KOFIA) verilerin derlenmesi ve yayınlanması aşamasında görev yapmaktadır.

Tezgahüstü piyasada tahvil işlemi yapan bir aracı kurum, 15 dakika içinde işlem detaylarını KOFIA'ya bildirmek zorundadır. Daha sonra KOFIA bu bilgiyi kamuoyu ile paylaşmaktadır. Ayrıca, KOFIA 2009 yılında özel sektör tahvillerinin işlem gördüğü tezgahüstü bir piyasa olan FreeBond sistemini geliştirmiştir. Benzer bir sistem, Freeboard adı altında tezgahüstünde işlem gören, ağırlıklı küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetleri için yine KOFIA bünyesinde kurulmuştur.

Mayıs 2012'de KOFIA, tahvil ihraç koşullarını sağlayamayan şirketlerin tahvil ihracını kolaylaştırmak için hükümetin de talebiyle Nitelikli Kurumsal Alıcı (Qualified Institutional Buyer-QIB) adlı bir pazar

geliştirmiştir. Çin'deki KOBİ Toplu Satış Tahvillerine benzer şekilde işleyen sistemde sadece nitelikli yatırımcılar işlem yapabilmektedir. Kore Merkez Bankası, düzenleyici otoritenin belirlediği finansal kuruluşlar gibi yatırımcılar nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmektedir.

Nitelikli Kurumsal Alıcı pazarında herhangi bir piyasaya kote olmayan ve toplam varlıkları 500 milyar KRW'nin (450 milyon \$) altında olan şirket tahvilleri ihraç edilmektedir. Finansal kurumlar ve kamu şirketleri bu pazarda ihraççı olamaz. Bu tahviller için izahname ve kredi derecelendirme gibi yükümlülükler bulunmamaktadır. QIB tahvillerinin ikinci piyasadaki işlemleri KOFIA gözetimindeki elektronik bir sistemde gerçekleştirilmektedir.

Henüz çok yeni olan bu pazarda 2012 sonu itibarıyla yalnızca 1 şirket, 1 milyar \$'lık ihraç gerçekleştirmiştir.

E. Türkiye

Borsa İstanbul'da küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü pazarlar mevcuttur. Borsada ana piyasanın altında kotasyon koşullarının esnetildiği alt pazarların yanı sıra 2010 yılında sadece KOBİ'lere yönelik Gelişen İşletmeler Piyasası faa-



Borsa İstanbul'da Özel Sektör Borçlanma Araçları		
	Kote Tahvil	Kota Alınmamış Tahvil
Min. Özsermaye	2.100.000 TL	-
Min. İhraç Tutarı	1.300.000 TL	-
Min. Faaliyet Süresi	3 yıl*	-
Kârlılık	Son iki mali yılda vergi öncesi kar etmiş olması**	-
İzahname Yükümlülüğü	Var	Var
Finansal Rapor Bildirimi	Bağımsız Denetimden Geçmiş (son iki yıl)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (son iki yıl)
Kaynak: Borsa İstanbul		
*Halka açıklık oranı %25'den fazla ise 2 yıl.		
**Halka açıklık oranı %25'den fazla ise son bir yıl.		

liyege geçmiştir. 2012 yılında da şirketlerin halka arz olmadan işlem görmesini sağlayan Serbest İşlem Platformu devreye girmiştir. Dolayısıyla KOBİ'lerin hisse senedi işlemleri için kurulmuş ayrı pazarlar mevcuttur.

Türkiye'de borçlanma araçları piyasasına bakıldığında ise, genellikle kamunun bu piyasaya hakim olduğu, ancak son yıllarda özel sektör borçlanma aracı piyasasının da canlandığı görülmektedir. Özellikle 2010 yılından itibaren özel sektör tahvili ihraçları artmıştır. Bu tahviller, Borsa İstanbul'da Borçlanma Aracı Piyasasında işlem görmektedir. Ancak, incelenen diğer ülkelerdeki gibi küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü ayrı bir platform ya da pazar yoktur.

Bununla birlikte Borsadaki borçlanma araçları için kotasyon koşulları diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, 2,1 milyon TL'lik (1,2 milyon \$) minimum özsermaye ya da minimum 1,3 milyon TL'lik (700.000 \$) ihraç tutarı ile, söz konusu şartların küçük ve orta ölçekli şirketler için de elverişli olabileceği görülmektedir. Bu nedenle, KOBİ'ler için ayrı bir pazara gerek duyulmamıştır.

Yine de, borçlanma araçları kotasyon kriterlerini sağlayamayan şirketlerin tahvillerinin de Borçlanma Araçları Piyasasında işlem görmesine olanak tanınmıştır. Kota alınmayan tahvillerde minimum özsermaye, ihraç miktarı, kâr gibi kriterler bulunmamak-

tadır. Bu tahviller halka arz yoluyla ihraç edilmektedir. Halka arz edilmeksizin ihraç edildiklerinde ise sadece nitelikli yatırımcılar arasında alım satım konu olabilmektedir. 2012 sonu itibarıyla 160 milyon TL nominal tutarlı iki kote alınmamış tahvil, Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasasında işlem görmektedir.

Özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin sayısal değerlere bakıldığında, genellikle banka tahvil ihraçlarının yoğun olduğu görülmektedir. KOBİ'ler için ayrı bir pazar olmamakla birlikte banka dışı ihraçların genellikle küçük ve orta ölçekli şirketler tarafından yapıldığı görülmektedir.

Tabloda banka dışı finans kurumları; aracı kurum, leasing, factoring şirketleri gibi kurumları ifade etmektedir. Finans dışı kurumlar ise imalat, sanayi gibi reel sektördeki kurumları ifade etmektedir. Hem sayı hem de ihraç tutarı olarak bankalar, bu piyasada öncü olmuştur. 2010 yılında 3 banka 1,2 milyar TL'lik borçlanma aracı ihraç ederken, 2012'de 126 ihraçla bankalar 37 milyar TL borçlanmıştır. Bankaları, banka dışı finans şirketleri takip etmektedir. 2012 yılında banka dışı finans şirketleri 101 borçlanma aracı ile 4 milyar TL'ye yakın ihraç gerçekleştirmiştir. Finans dışı kurumların ihraçları da 2012 yılında artmış, bu şirketler 9 ihraçla 820 milyon TL'lik kaynak yaratmıştır.

Türkiye'de Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası			
	2010	2011	2012
İhraç Sayısı			
Banka	3	45	126
Banka Dışı-Finans	6	13	101
Finans Dışı	6	0	9
Toplam	15	58	236
İhraç Miktarı (mn. TL)			
Banka	1,220	17,943	37,095
Banka Dışı-Finans	370	611	3,697
Finans Dışı	341	-	820
Toplam	1,931	18,555	41,612
Kaynak: Borsa İstanbul			

III. GENEL DEĞERLENDİRME

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ülke ekonomilerinde önemli yere sahiptir. KOBİ'lerin en önemli ihtiyaçlarının başında finansman gelmektedir. Bu işletmeler gelişmek, rekabet gücünü artırmak ve ekonomik yaşamlarını sürdürmek için kendi kaynaklarının yanında yabancı kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Sermaye piyasaları da KOBİ'ler için alternatif bir finansman kaynağı sunmaktadır. Bu kapsamda bazı ülkelerde KOBİ'ler için KOBİ borsaları ya da ana borsanın bünyesinde KOBİ pazarları oluşturulmuştur. Bu pazarlarda, genellikle kotasyon koşulları ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile maliyetler düşürülmüştür. Türkiye dahil bazı ülkelerde bu pazarlar için devlet teşvikleri de görülebilmektedir.

Öte yandan, sermaye piyasasında bir diğer yöntem olan borçlanma aracı ihracı henüz KOBİ'ler için çok

kısıtlıdır. Ancak, özellikle global finansal krizin ardından KOBİ'lerin en önemli finansman kaynağı olan banka kredileri azalmış, düşen faizlere paralel olarak özel sektör tahvil ihraçları artmıştır. Faizlerin düşük seyrettiği bu ortamda riskli yapıları nedeniyle daha yüksek faiz veren KOBİ tahvillerinin yatırımcıların ilgisini çekeceği düşünülmektedir.

Bu kapsamda bazı ülkelerde KOBİ'lerin tahvil ihraçları için ana borsanın altında ayrı pazarlar ya da özdüzenleyici bir kurumun gözetiminde tezgahüstü piyasalar oluşturulmuştur. Bu piyasalarda kotasyon koşulları ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ana piyasalara göre düşürülmüştür.

KOBİ tahvil platformlarının ilk örnekleri Almanya'da görülmüştür. Ülkedeki çeşitli borsalarda KOBİ'lerin tahvil ihraç edebilmesi ve bu tahvillerin işlem görmesi için ayrı pazarlar kurulmuştur. Minimum ödenmiş sermaye, minimum ihraç miktarı gibi çeşitli kotasyon koşullarının düşürüldüğü/kaldırıldığı bu pazarlarda piyasa danışmanlığı sistemi uygulanmaktadır. Ana pazarlarda olan derecelendirme şartı bu pazarlar için de devam etmiştir. 2012 sonu itibarıyla 50'nin üzerinde KOBİ tahvili Almanya borsalarına kotedir.

Euronext'te benzer bir sistem 2012'de getirilmiştir. Alternext pazarında işlem görecekt KOBİ tahvilleri için kotasyon koşulları ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ana pazara göre düşük tutulmuş, ana pazarda olmayan derecelendirme ve piyasa danışmanlığı sistemi getirilmiştir. 2012 sonu itibarıyla NYSE Alternext Paris'te 32 şirket tahvili kotedir.

Raporda ele alınan bir diğer ülke olan Çin'de özel sektör tahvilleri daha çok tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Getirilen düzenlemelerle finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin tahvil ihraçları 2005 sonrası artmıştır. Bu piyasalarda özdüzenleyici bir kurum olarak görev yapan Ulusal Kurumsal Yatırımcılar Birliği kurulmuştur. Şirket tahvillerinin yanı sıra, iki veya daha fazla şirketin bir araya gelerek oluşturduğu KOBİ Toplu Tahvilleri ihracı da yapılabilmektedir.

2012 yılında küçük ve orta ölçekli şirketlerin organize piyasalarda tahvil ihraç etmesi için getirilen düzenlemeyle finans dışı şirketler için kotasyon ve



derecelendirilme şartlarının düşürüldüğü pazarlar açılmıştır. Tahvillerin sadece nitelikli yatırımcılara satıldığı bu pazarlarda 2012 sonu itibariyle 80'e yakın ihraç gerçekleşmiştir.

Kore'de de Çin'dekine benzer şekilde 2012 yılında sadece nitelikli yatırımcılara yönelik olarak KOBİ'lerin tahvil ihracı için bir platform kurulmuştur. Tezgahüstü piyasada özel sektör tahvil verilerinin kayıt altına alınması ve yayınlanması konusunda önemli görevler alan Kore Finansal Yatırım Birliği bünyesinde, Nitelikli Kurumsal Alıcı adlı bir platform kurulmuştur. Henüz çok yeni olan bu platform üzerinde 2012 sonu itibariyle yalnızca 1 şirket tahvili ihraç edilmiştir.

Türkiye'de özel sektör tahvil piyasası özellikle 2010 yılından itibaren canlanmıştır. Henüz çok yeni olan özel sektör borçlanma araçları için, KOBİ'lere yönelik özel bir pazar/platform yoktur. Bununla birlikte genellikle bankaların hakim olduğu özel sektör tahvil piyasasında banka dışı kurumlar daha çok küçük ve orta ölçekli kurumlardır. 2010-2012 arasında 135 borçlanma aracı ihracıyla, banka dışındaki finans şirketleri ve diğer şirketler 6 milyar TL'lik kaynak yaratmıştır.

KAYNAKÇA

Gelişmekte Olan Ülkelerde Özel Sektör Borçlanma Araçları, Efsun Değertekin, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Mart 2012

Yurtdışında KOBİ Piyasaları, Gökben Altaş, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Eylül 2011

Comparative Analysis and Implication for the Next Phase of ABMF Sub Forum, ASEAN+3 Bond Market Forums, Mart 2012

Are SME's Destroying Value by not Tapping the Corporate Bond Market?, Arjan van Bussel & Paolo Geurtsen Bishopsfield Capital Partners, Nisan 2012

Beyond the Banks, Innovative Ways to Finance Britain's Small Businesses, NESTA, Eylül 2011

China's Growing Corporate Bond Issuance, Takeshi Jingu, Nomura Research Institute, Kasım 2012

China's Corporate Bond Market Booms, Simon Rabinovitch, Financial Times, 12 Temmuz 2012

Corporate Debt Burden a Systemic Risk, Wang

Xiaotian, China Daily, 18 Mayıs 2012

German Corporate Debt Financing Shifting from Bank Lending to Bond Issuance, Special Report, Moody's, Şubat 2012

News Letter, National Association of Financial Market Institutional Investors, Mayıs 2012

People's Republic of China Bond Market Guide, ASEAN+3 Bond Market Forum, 2012

The Growth of China's InterBank Corporate Bond Market, Workshop on Developing Corporate Bond Market, AsiaPacific Asian Development Bank (ADB), Temmuz 2010

Kore Borsası: www.krx.co.kr

Deutsche Börse: www.deutsche-boerse.com

NYSE Euronext: www.euronext.com

Stuttgart Borsası: www.boerse-stuttgart.de

Şenzhen Borsası: www.szse.cn



Ekin Fıkırkoca
efikirkoca@tspakb.org.tr

DÜZENLEMELERİ GÖRÜŞE AÇMA SÜRECİNDE EN İYİ UYGULAMALAR

2007 yılında başlayan küresel kriz ertesinde, gelecekte benzeri bir krize meydan vermeyecek düzenleyici bir yapı oluşturmak amacıyla uluslararası koordinasyon içinde bir dizi analiz ve ardından düzenleme çalışmaları başlatılmıştır. Yanı sıra; farklı ülkelerce ulusal düzeyde de benzer çalışmalar yürütülmektedir.

Aracı kuruluşları temsil eden ulusal birliklerin bir araya gelerek oluşturduğu, Birliğimizin de 2006 yılından bu yana üye olduğu Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi (International Council of Securities Associations-ICSA), gerek uluslararası gerek ulusal düzeyde devam eden düzenleme çalışmalarını gözden geçirmiştir. Bu kapsamda, 2012 yılının Eylül ayında Birliğimizin de üyeleri arasında yer aldığı bir çalışma grubu oluşturulmuştur.

Şeffaf bir düzenleme yapısının sermaye piyasalarının gelişimi ve istikrarı için temel bir şart olduğu savıyla yola çıkan ICSA, şeffaflığın, hem düzenlemelerin daha iyi anlaşılmasını sağladığı, hem de karar alma mekanizmalarını geliştirdiğini savunmaktadır. ICSA üyeleri, yapılması planlanan yeni düzenlemelerin veya düzenleme değişikliklerinin piyasa katılımcılarının görüşü alınarak hazırlanmasının, düzenleme sürecinin şeffaflığı açısından büyük öneme sahip olduğunu belirtmektedir.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde ve ulusal düzenlemelerin sınır ötesindeki etkilerini de göz önüne alarak ICSA bünyesindeki çalışma grubu, "Düzenlemeleri Görüşe Açma Sürecinde En İyi Uygulamalar"ı geliştirmiştir.

İleriki satırlarda 2013 yılının Şubat ayında yayınlanan bu kuralların çevirisine yer verilmektedir. Metinde yer alan "düzenleyici" ifadesi, ulusal düzenleyici otoriteler ve özdüzenleyici kurumların yanı sıra uluslararası kurumları da kapsamaktadır.

DÜZENLEMELERİ GÖRÜŞE AÇMA SÜRECİNDE EN İYİ UYGULAMALAR

Kural 1: Resmi bir görüşe açma programı geliştirilmesi

Düzenleyiciler, görüşe açma sürecinin şeffaf ve hesap verebilir şekilde yönetilmesi için resmi bir görüşe açma programı geliştirmelidir.

Temel değerlendirmeler:

Düzenleyiciler görüşe açma sürecinin şeffaf ve hesap verebilir şekilde yönetilmesi için resmi bir görüşe açma programı geliştirmelidir. Bunun için piyasa katılımcıları ve diğer paydaşların kolayca ulaşabileceği ve görüşe açma programının özelliklerini detaylandıran yazılı bir belge geliştirilmesi gereklidir. Resmi bir görüşe açma programı geliştirildikten sonra, bu programı uygulamak ve devamlılığını sağlamak, düzenleyicinin uygun personel ve diğer kaynaklar tahsis ederek, görüşe açma sürecine üst düzey yönetimin inancının sağlanmasını gerektirir.





Kural 2: Temel reformlarda görüşe açma sürecinde aşamalandırma ve önceliklendirme

Düzenleyiciler, temel reformların uygun şekilde aşamalandırması için planlanan reformlar arasında açık bir önceliklendirme yapmalıdır.

Temel değerlendirmeler:

Piyasa katılımcıları ve diğer paydaşların tüm reform programını kapsayan cevaplar geliştirmesini teminen, düzenleyiciler, mümkün olduğunca önerdikleri reformları önceliklendirmeli ve temel reformlara ilişkin görüşe açma sürecini uygun şekilde sıraya dizmelidir. Düzenleyiciler ve paydaşların en önemli reformlara tüm kaynaklarıyla odaklanmalarını sağlamak açısından, reform programının çeşitli bileşenleri arasında önceliklendirme yapmak önemlidir. Temel reformlar hakkında görüşe açma sürecinin uygun şekilde aşamalandırılması, piyasa katılımcıları ve diğer paydaşlara; önerilen değişikliği ilgili diğer düzenlemelerde yapılan, önerilen veya yakın gelecekte önerilecek olan değişiklikler çerçevesinde inceleme fırsatı tanıyacaktır.

Bu amaçlara aşağıdaki şekilde ulaşılabilir:

1. Derecelendirme ya da benzeri bir sistem belirleyerek, önerilen reformun temel bir politika değişikliğine yol açıp açmadığının belirlenmesiyle. Temel politika değişikliği, yüksek sayıda tüketiciyi etkileyen veya sermaye piyasasındaki iş kolunu ilgilendiren veya tartışmalı veya üst düzey politika değişikliklerini ifade etmektedir.
2. Yıllık bir çalışma programı yayınlayarak görüşe açma ve önerilen reformların uygulamaya geçmesine ilişkin bir takvim belirlenmesiyle.
3. Hem kanun değişikliği hem de diğer düzenleme yapılmasını gerektiren reformlar için, görüşe açılan değişikliklere ilişkin görüşlerin, yasal değişiklik uygulamaya girmeden tamamlanmasıyla.

Kural 3: Önerilen reform değişikliğinin kapsamı ve politika hedefinin açıkça belirlenmesi

Düzenleyiciler, önerilen reform değişikliğinin politika hedefinin ve kapsamının açıkça belirlenmesini ve ilgili değişikliğin büyük ölçüde mevcut düzenleme çerçevesiyle uyumlu olmasını temin etmelidir.

Temel değerlendirmeler:

Piyasa katılımcıları ve diğer paydaşların önerilen önlemlere kapsamlı yorum yapabilmesi için, politika önerilerinin iyi tasarlanmış bir hedefi bulunmalı ve kapsamı açıkça belirtilmelidir. Bu kural, cevap veren kurumların kaynaklarını önerilen reformların en önemli noktalarına yönlendirmek açısından önemlidir. Özellikle finans sektöründe temel reformlara ilişkin görüş geliştirilmesi konuya daha fazla kaynak ayırmayı gerektirdiğinden, bu kurala uyulması daha da önem kazanmaktadır. Düzenleyiciler, ilgili düzenleme değişikliğinin amaçladığı politika hedefini anlaşılır bir biçimde açıklamalı ve mümkün mertebe önerilen düzenlemelerin mevcut düzenleme çerçevesiyle uyumlu ve tutarlı olmasını temin etmelidir. Bu son nokta özellikle önemlidir, zira piyasa katılımcıları ve diğer paydaşlar, önerilen reformlar mevcut düzenlemelerle uyumsuz olduğunda doğru bir görüş oluşturmakta zorlanmaktadır.

Bu amaçlara aşağıdaki şekilde ulaşılabilir:

1. Görüşe açılan belgenin yeni bir düzenlemenin gerekliliği ve bu düzenlemenin düzeltmeyi hedeflediği piyasa başarısızlığı hakkında detaylı bir analiz içermesiyle.
2. Görüşe açılan belgenin, küçük firmalara etkisi ayrıca dahil edilmek üzere, önerilen düzenleme değişikliğinin öngörülen maliyetleri ve operasyonel sonuçları hakkında detaylı bir analiz içermesiyle.

Kural 4: Paydaşlarla ön istişare yapılması

Düzenleyiciler, önerilen reform değişikliğine ilişkin olarak piyasa katılımcıları ve diğer paydaşlarla, mümkün olduğunca erken bir tarihte resmi olmayan bir ön istişarede bulunmalıdır.

Temel değerlendirmeler:

Mümkün olduğunca, düzenleyiciler önerilen reform

değişikliğine ilişkin olarak erken bir tarihte piyasa katılımcılarıyla bir ön istişarede bulunmalıdır. Ön istişare, henüz sonuçlara varılmadan piyasa katılımcıları ve diğer paydaşlarla özgür bir fikir ve bilgi alışverişi yapılmasına imkân tanıyan bir forum oluşturacağından ve temel öneriler hala kökten olarak değiştirilebileceği veya bu önerilerden vazgeçilebileceğinden, faydalı olacaktır.

Buna aşağıdaki yollarla ulaşılabilir:

1. Düzenlemeden doğrudan etkilenecek bir uzmanlar grubuyla, erken bir aşamada, resmi olmayan tartışmalar düzenleyerek ve çıkan cevaplardan temsili bir analiz çıkararak,
2. Düşünülen düzenleme değişikliğine ilişkin önerilen hedeflerin uygunluğu ve gerekliliği ile olası maliyet ve getirilerini içeren ilk düzenleme taslaklarını resmi olarak yayınlarak, geniş katımlı bir kamuoyu tartışması başlatarak,
3. Düzenleyicilerin erken bir istişare mekanizması imkânından faydalanmadan, acilen yayınlamak durumunda kaldığı yeni düzenlemeler veya önemli düzenleme değişikliklerinde, paydaşların ilgili düzenleme yürürlüğe girmeden yorum ve geri bildirimde bulunmasına imkân tanıyarak.

Kural 5: Görüşe açma sürecine geniş katılımın teşvik edilmesi

Resmi görüşe açma süreci başladıktan sonra düzenleyiciler, piyasa katılımcıları, diğer paydaşlar ve uygun durumlarda diğer ülkelerdeki paydaşlar ve düzenleyicilerden mümkün olduğunca görüş almalıdır.

Temel değerlendirmeler:

Planlanmış ve etkili bir görüşe açma programı, olabildiğince açık bir şekilde tüm ilgili tarafları hedefleyecek ve bunlardan katkı isteyecek önlemler içermelidir. Bu bakış açısı, ulusal düzenlemelerin uluslararası yansımalarının arttığı günümüzde, diğer ülkelerdeki piyasa katılımcılarından ve uygun durumlarda düzenleyicilerden görüş alınmasını içerebilir.

Bu amaçlara aşağıdaki şekilde ulaşılabilir:

1. Görüşe açma duyurularını, piyasa katılımcıları, tüketiciler ile ulusal ve uluslararası düzeyde son kullanıcıları içerecek şekilde tüm ilgili tarafların bilgisine sunarak. Bunun için açık tartışmalar,



yüzyüze görüşmeler, yuvarlak masa toplantıları, yazılı ve internet üzerinden görüş bildirme yolları kullanılabilir.

2. Önerilen düzenlemelerin ülke dışında da etkisi bulunuyorsa, diğer ülkelere görüşe açmak için özel çaba sarf ederek,
3. Uygun konularda, piyasa profesyonelleri ve ilgili konuda bilgili diğer kişilerden oluşan bir görüşe açma çalışma komitesi kurarak,
4. Resmi görüşe açma süresi öncesinde, önerilen düzenlemeye ilişkin uygun ve tam bir belge setinin hazır olmasını temin ederek,
5. Geniş bir paydaş kesiminin anlamasını ve yorum yapmasını teminen, tüm görüşe açma belgelerinin açık ve tutarlı bir şekilde, basit ve kolayca anlaşılabilir bir dille yazılmasını temin ederek.

Kural 6: Tam bir gözden geçirme için yeterli vakti sağlama

Cevap verenlerin cevaplarını hazırlamak, düzenleyicilerin de verilen cevapları analiz etmek için yeterli vakti olmasını teminen, düzenleyiciler tüm görüşe açma sürecinin tamamlanması için yeterli bir süre ayırmalıdır.

Temel değerlendirmeler:

Etkin bir görüşe açma süreci, düzenleyiciler ve piyasa katılımcıları dâhil tüm paydaşlar arasında gerçek bir diyalog gerektirmektedir. Bu nedenle düzenleyicilerin, paydaşların önerilen düzenlemelerin tüm sonuçlarını uygun bir şekilde değerlendirmelerini sağlamak üzere yeterli vakti tanımları büyük öneme sahiptir. Bu durum özellikle temel düzenleme değişiklikleri için geçerlidir, zira bu vakalarda görüş

geliştirmek daha fazla vakit almaktadır. Benzer şe-



kilde, önerilen düzenlemelerin başka ülkelerde de yansımaları söz konusu ise, diğer ülke düzenleyicilerinin ve piyasa katılımcılarının önerilen değişiklik hakkında yorumda bulunmaları gerekli olabilir. Bu durumlarda, görüşe açma sürecinin tamamlanması ilave zaman gerektirebilir. Son olarak, düzenleyicilerin gelen cevapları doğru ve bir kapsamlı bir şekilde değerlendirebilmeleri, böylece önerilen düzenlemede gerekli görülen değişiklikleri yapabilmeleri için yeterli vakte sahip olmaları son derece önemlidir.

Bu amaçlara aşağıdaki şekilde ulaşılabilir:

1. Resmi görüşe açma sürecini erken bir aşamada başlatarak görüş bildireceklerin yeterli süreye sahip olması temin edilerek,
2. Resmi tatilleri hesaba katarak görüş bildirmek için anlamlı bir süre belirleyerek. Önerilen temel reformlar veya önerilen değişiklikler birden fazla ülkeyi ilgilendirdiğinde, konular yeni veya kapsamlı olduğunda, ya da piyasa katılımcıları tarafından tutarlı bir cevap düzenlemenin önemli tespit ve araştırma gerektirdiği durumlarda, düzenleyiciler görüşe açma için tanınan normal süreyi uzatmayı değerlendirmelidir.

3. Düzenleyicilerin düşüncesi hakkında görüşe açma sürecinin çeşitli aşamalarında ilgili tarafları bilgilendirerek. Bunun için taslakların görüşe açılması ve alınan görüşlere ilişkin düzenleyicilerin geri bildirimlerini özetleyen belgeler yayınlanabilir.

Kural 7: Görüşe açma sürecinde gelen geri bildirimlere cevap verme

Düzenleyiciler, görüşe açma sürecinde gelen tüm cevapları dikkate almalı, tüm cevapların kamuya açılmasını temin etmeli ve gelen görüşlere ilişkin bir geri bildirim veya alınan kararın mantığını açıklayan bir politika notu yayınlamalıdır.

Temel değerlendirmeler:

Düzenleyiciler ve piyasa katılımcıları ile diğer paydaşlar arasında gerçekten etkin bir diyalog olması için, düzenleyiciler, görüşe açma sürecinde elde ettikleri geri bildirimleri görüşe açılan düzenlemeye dâhil etmelidir. Bu, en iyi şekilde, düzenleyicilerin elde ettikleri temel görüşleri tamamıyla anlamalarıyla sağlanabilir.

Düzenleyiciler en azından aşağıdakileri temin etmelidir:

1. Alınan görüşlerin özetinin ve alınan görüşlerde ortaya çıkan temel noktalara ilişkin bir geri bildirim veya politika notu yayınlanması. Piyasa katılımcıları veya diğer paydaşlar tarafından önerilen temel değişikliklerin neden kabul edilip edilmediği de yayınlanan belgede yer almalıdır.
2. Cevap verenler tarafından gizliliği istenmedikçe, görüşe açma sürecinde gelen tüm görüşlerin kamuoyuna açılmasıyla.

Kural 8: Gerektiğinde birden fazla kez görüşe açma

İlk görüşe açmanın ardından, önerilen reformlar önemli ölçüde değişikliğe uğradığı veya ilk görüşe açmanın gerçekleşme tarihiyle önlemlerin devreye alındığı tarih arasında uzun bir zaman olduğu takdirde, düzenleyiciler tekrar görüş istemelidir.

Temel değerlendirmeler:

İlk görüşe açmanın ardından, gerek gelen görüşler uyarınca, gerekse diğer gerekçelerle önerilen re-



formlar önemli ölçüde değişikliğe uğradığı takdirde, paydaşların revize olan taslak hakkında görüş bildirmesini teminen düzenleme taslağı tekrar görüşe açılmalıdır. Benzer şekilde, ilk görüşe açma tarihi ile yeni düzenlemenin yürürlüğe girme tarihi arasında fark bulunduğu takdirde düzenlemenin tekrar görüşe açılması gerekmektedir. Zira ilk görüşe açma sürecinde sunulan görüşler, bu süre zarfında değişen teknoloji, iş yapma biçimleri ile genel iş ve düzenleme ortamındaki olası değişikliklerden ötürü geçerliliğini kaybetmiş olabilir. Bu şartlar altında, hem düzenleyiciler hem de paydaşlar bir veya daha fazla ilave görüşe açma sürecinden fayda sağlayacaktır.

Kural 9: Acil durumlarda düzenlemelerin uygulamaya geçmesi

Düzenleyiciler, acil durumlarda uygulamaya geçen düzenlemeleri, resmi bir görüşe açma gerçekleştirene kadar, geçici olarak değerlendirmelidir.

Temel değerlendirmeler:

Bazı durumlarda düzenleyiciler bir görüşe açma süreci başlatmadan bazı düzenlemelerin acilen uygulamaya geçmesi gerektiği değerlendirmesinde bulunabilir. Örneğin finansal istikrara ve/veya tüketicilerin refahına yönelik önemli tehditler bulunduğu zamanlarda, düzenleyicilerin acil müdahalesini gerektiren durumlar söz konusu olabilir. Düzenleyiciler, uygun bir görüşe açma süreci olmadan düzenlemelerin uygulamaya geçmesinin şartlarını resmi bir şekilde belirlemeli, acil durumlarda uygulamaya geçen düzenlemeleri, resmi bir görüşe açma gerçekleştirene ve alınan görüşleri değerlendirecek vakitleri olana

dek, geçici olarak değerlendirmelidir. Düzenleyicilerin kendi görüşe açma politikalarından anlamlı bir sapma olduğu zaman, düzenleyiciler aldıkları önlemlerin sebebini açıklayan bir belge yayınlamalı ve en kısa zamanda tam ve kapsamlı bir görüşe açma süreci için vakit ayrılmasını temin etmelidir.

Kural 10: Temel reformların etkinliğini değerlendirme

Düzenleyiciler, yapılan düzenleme değişikliklerinin hedeflerine ulaşip ulaşmadığını değerlendirmek üzere düzenleme programlarını dönemsel olarak gözden geçirmelidir.

Temel değerlendirmeler:

Yapılan düzenleme değişikliklerinin uygulamasının dönemsel şekilde değerlendirilmesi, görüşe açma sürecinin önemli bir parçasıdır. Uygulama sonrası gözden geçirme, düzenleyicilerin, piyasa katılımcılarının ve diğer paydaşların, yeni düzenlemelerin piyasa ve piyasa katılımcıları üzerine etkilerini değerlendirmelerini ve düzenlemenin hedeflerine ulaşip ulaşmadığını tespit etmelerini sağlamaktadır. Ayrıca bu bilgi, düzenleyicilere düzenlemelerin doğru şekilde uygulanıp uygulanmadığını ve ilgili hedefe ulaşmak üzere ilave tedbir gerekip gerekmediğini de gösterecektir.

Bu hedeflere aşağıdaki şekillerde ulaşılabilir:

1. Temel reformlar için alınan önlemlerin ilk etki analizi çalışmasında kapsanmayan, iktisadi olmayan etkileri de içerecek şekilde odaklı, ölçülebilir "başarı" göstergeleri geliştirerek,
2. Düzenleyicilerin yeni önlemlerin uygun şekilde uygulanıp uygulanmadığını izlemesini sağlayacak kısa vadeli göstergeler geliştirerek,
3. Reformun faydaları ile yeni önlemlerin maliyetlerini içeren bir analiz yaparak.

Veriler

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2010	2011	2012/09	%Δ
TL Mevduat	380.517	417.299	445.728	6,8%
DTH	144.790	180.689	181.752	0,6%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	33.695	39.672	46.027	16,0%
DİBS	61.199	67.087	72.005	7,3%
Eurobond	5.302	6.437	5.583	-13,3%
Yatırım Fonları	30.980	26.605	28.859	8,5%
Repo	1.501	1.355	2.591	91,2%
Emeklilik Yatırım Fonları	12.018	14.309	18.508	29,3%
Hisse Senedi	56.048	53.072	64.195	21,0%
Toplam	726.050	806.525	865.248	7,3%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2010	2011	2012/09	%Δ
Hisse Senedi	109.083	86.096	115.254	33,9%
DİBS	48.905	67.530	91.953	36,2%
Eurobond	1.705	767	773	0,8%
Mevduat	13.280	24.969	30.459	22,0%
Toplam	172.974	179.362	238.439	32,9%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
Milyon TL	2011	2012	2013/02	%Δ
Toplam Piyasa Değeri	381.265	550.439	564.229	2,5%
Saklamadaki Hisse Senetleri	139.970	212.296	215.513	1,5%
Fili Dolayışındaki Payların Piyasa Değeri	96.810	157.334	160.126	1,8%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25,3%	28,6%	28,4%	A.D.

Menkul Kıymet Sayısı				
	2011	2012	2013/02	%Δ
Şirket*	263	271	273	0,7%
Diğer Şirket**	74	117	118	0,9%
Borsa Yatırım Fonu + Menkul Kıymet Yat. Ort.	38	34	34	0,0%
Varant	175	281	279	-0,7%
Sertifika	-	50	138	176,0%

*Ulusal Pazar, GYO ve Girişim Sermayesi
**İkinci Ulusal Pazar, Gözaltı Pazarı, GİP ve SİP

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar TL	2011	2012	2013/01	%Δ
Pay Piyasası	1.380	1.244	167	A.D.
Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)	1	3	0	A.D.
Serbest İşlem Platformu (SİP)	-	0	0	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı**	1.699	1.766	215	A.D.
Aracı Kurum	127	97	12	A.D.
Banka	1.572	1.670	203	A.D.
TCMB+Takasbank	0	0	0	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı**	7.698	13.464	1.035	A.D.
Aracı Kurum	1.129	1.358	97	A.D.
Banka	6.513	11.931	902	A.D.
TCMB+Takasbank	57	175	37	A.D.

*Alım-Satım Toplamıdır.
**Piyasa ve Tescil Toplamıdır.

VOB Verileri*				
Milyar TL	2011	2012	2013/01	%Δ
İşlem Hacmi	880	808	71	A.D.
Aracı Kurum	747	711	60	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi	3	1	0	A.D.
Banka	129	95	11	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	74	62	4	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)	266.101	274.556	381.701	39,0%

*Alım-Satım Toplamıdır.

Birincil Halka Arzlar				
Milyon TL	2011	2012	2013/02	%Δ
Şirket Sayısı (GİP dahil)	24	25	0	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı	1.008	521	0	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (GYO ve Girişim Ser. dahil)	3	1	1	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı	322	98	250	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı	0	4	1	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı	0	29	6	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı	1.329	648	257	A.D.

Halka Açık Şirket Karlılığı				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı	221	247	244	-1,2%
Zarar Eden Şirket Sayısı	94	91	119	30,8%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı	31.184	38.243	38.945	1,8%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı	-1.666	-1.134	-5.092	348,9%
Toplam Kâr / Zarar	29.518	37.109	33.853	-8,8%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü	Milyon TL	2011	2012	2013/02	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları		1.469	1.407	1.685	19,8%
B Tipi Yatırım Fonları		29.171	25.388	28.354	11,7%
Emeklilik Yatırım Fonları		12.008	14.308	21.336	49,1%
Borsa Yatırım Fonları		257	287	437	52,3%
Yatırım Ortaklıkları		563	510	746	46,2%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları		10.779	10.830	15.209	40,4%
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları		187	724	742	2,5%
Toplam		54.434	53.455	68.510	28,2%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH		4,9%	4,4%	5,0%	A.D.

Yatırımcı Sayısı	2011	2012	2013/01	%Δ
Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.097.786	1.088.566	1.087.447	-0,1%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.961.206	2.810.015	2.719.258	-3,2%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	118.629	193.618	190.268	-1,7%
Varant + Sertifika Yatırımcı Sayısı	2.457	1.945	1.851	-4,8%
VTMK+ VDMK Yatırımcı Sayısı	34	81	80	-1,2%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri	Milyon \$	2011	2012	2013/01	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi		46.005	78.545	80.982	3,1%
Saklamadaki Payı		62%	66%	66%	-0,3%
Hisse Senedi İşlem Hacmi		132.113	123.008	17.928	A.D.
İşlem Hacmi Payı		16%	18%	19%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı		-2.011	5.277	5.459	A.D.

TSPAKB Üyeleri	2011	2012	2013/02	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	103	101	100	-1,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	1	1	1	0,0%
Banka Sayısı	41	40	41	2,5%
Toplam	145	142	142	0,0%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler	Milyon TL	2010	2011	2012/09	%Δ
Dönen Varlıklar		6.708	7.306	9.114	24,7%
Duran Varlıklar		766	743	892	20,0%
Aktif Toplam		7.474	8.049	10.006	24,3%
Kısa Vadeli Yükümlülükler		5.006	5.227	6.988	33,7%
Uzun Vadeli Yükümlülükler		43	53	67	26,0%
Özkaynaklar		2.425	2.769	2.952	6,6%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler		7.474	8.049	10.006	24,3%
Net Komisyon Gelirleri		716	702	476	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı		262	304	102	A.D.
Net Kâr		367	414	240	A.D.
Personel Sayısı		4.948	5.100	5.193	1,8%
Şubeler		161	159	167	5,0%
İrtibat Bürosu		46	61	68	11,5%
Acente Şubeleri		6.347	6.466	6.713	3,8%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası	2011	2012	2013/02	%Δ
İMKB-100	66.004	51.267	79.334	54,7%
İMKB-100 (En Yüksek)	71.543	70.702	86.438	22,3%
İMKB-100 (En Düşük)	48.739	49.622	76.670	54,5%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	2.543	2.747	3.490	27,1%

Yurtdışı Borsa Endeksleri	2011	2012	2013/02	%Δ
ABD Nasdaq 100	2.278	2.661	2.739	2,9%
ABD S&P 500	1.258	1.426	1.515	6,2%
Almanya DAX	5.898	7.612	7.742	1,7%
Brezilya Bovespa	56.754	60.952	57.424	-5,8%
Çin Shanghai Bileşik	2.199	2.233	2.366	5,9%
Fransa CAC 40	3.160	3.641	3.723	2,3%
Güney Afrika FTSE/JSE	31.986	39.250	39.710	1,2%
Hindistan BSE Sens	15.455	19.427	18.862	-2,9%
Hong Kong Hang Seng	18.434	22.657	23.020	1,6%
İngiltere FTSE 100	5.572	5.898	6.361	7,9%
Japonya Nikkei 225	8.455	10.395	11.559	11,2%
Meksika IPC	37.078	43.706	44.121	0,9%
Rusya RTS	1.382	1.527	1.534	0,5%

A.D.: Anlamlı değil

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

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

