

TSPAKB Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**Üye Toplantımız 9 Kasım'da**

XII. Üye Toplantımız, 9 Kasım 2004 Salı günü, 17:00–20:00 saatleri arasında Birlik Merkezi'nde yapılacaktır.

Toplantıda, Avrupa Birliği'ne giriş sürecinde sermaye piyasamız için son derece önemli gelişmelerin yaşandığı bugünlerde, piyasamızın değerli temsilcileri ile bir araya gelip görüş alışverişinde bulunulması amaçlanmaktadır.

**Vergi Raporu Yayınlandı**

Vergi Konseyi'nce oluşturulan Finansal İş ve İşlemlerin Vergilendirilmesi Alt Çalışma Komitesi'nin oluşturduğu görüş ve öneriler çerçevesinde hazırlanan "Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi" raporu yayınlandı.

Hazırlanan rapor, para ve sermaye piyasalarının vergisel sorunlarını objektif bir yaklaşımla ele almaktadır. Para ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi, bu

yolla da ülke kalkınmasının hızlandırılması yönünde atılması gereken adımlar, gerekçeleriyle birlikte raporda ele alınmaktadır.

Maliye Bakanlığı ve ilgili çevrelere sunulacak olan raporda yer alan önerilerin, yapılması planlanan vergi reformunda dikkate alınarak somut çözümlere ulaşılması temel hedeftir.

Avrupa'da Teminat Koşulları

Bankalar ve aracı kurumlar finansal aracılık hizmeti verirken doğrudan ve dolaylı bazı maliyetlere katlanmaktadır. Coğrafi sınırların finans piyasaları açısından öneminin giderek azaldığı bugünkü ortamda aracılık maliyetlerinin boyutu ve niteliği hem ulusal, hem uluslararası ölçekte kaynakların dağılımını etkilemektedir.

Bu ayki raporumuzda Avrupa ülkelerinin sermaye piyasalarında aracı kuruluşların teminat yükümlü-

lükleri inceleniyor. Bu ana amacın dışında Avrupa piyasalarındaki güncel gelişmelerden ortaya çıkan diğer sonuçlara da değinilmekte. Örneğin, Avrupa borsalarında ve takas sistemlerindeki ülkeler ve kurumlar arası entegrasyon ve işbirliği anlaşmalarının yaygınlaştığı ve menkul kıymet alım-satım sürecindeki işlevlerin ayrı ayrı kar merkezi olarak hareket eden kurumlar tarafından gerçekleştirildiği gözleniyor. Raporumuzu **Sayfa 7**'de bulabilirsiniz.

Sunuş



Değerli **gündem** okurları,

Bildiğiniz üzere Birliğimiz, sektörümüz için son derece önemli görev ve sorumluluklara sahip. Gerek Yönetim Kurulumuz, gerekse çalışanlarımız olarak, sürekli bu sorumluluğun bilincinde olarak çalışmalarımızı sürdürmeye gayret gösteriyoruz. Çok önemli olduğunu düşündüğümüz sorumluluklarımızdan biri Sermaye Piyasası Kurulu üyeliğine sektörün bir temsilcisini aday göstermek.

Sermaye Piyasası Kanunu, Birliğimizin Kurul üyeliğine iki aday göstermesini ve gösterilecek bu adaylar arasından bir kişinin Bakanlar Kurulunca atanmasını öngörmekte. Birliğimiz daha evvel Türkiye Bankalar Birliği tarafından yürütülen bu görevi ilk defa üstlenerek Kurul üyeliğine çok değerli iki aday önerdi; Sayın Muhammed Emin Özer ve Sayın Oktay Aydın. Hepinizin yakından tanıdığını düşündüğüm arkadaşlarımızın üstlenecekleri görevleri layıkıyla yerine getireceklerinden hiç kuşquamız yok. Sektörümüzün Kurul nezdinde doğrudan

temsili açısından önemli bir adım olan bu gelişmenin hayırlı olmasını dilerim.

Öte yandan, üzerinde çok uzun bir süredir çalışılmakta olan, Vergi Konseyinin "Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi" raporu Birliğimiz tarafından yayınlandı. Bildiğiniz üzere, Mart ayında Birliğimiz Vergi Konseyi nezdindeki Finansal İş ve İşlemlerin Vergilendirilmesi Alt Çalışma Komitesinin sekreteryasını yürütme sorumluluğunu almıştı. Rapordaki görüş ve öneriler, büyük bir titizlikle ve çok geniş bir kesimin katkıları ile, üzerinde finans piyasalarındaki her kesimin mutabık kaldığı şekilde oluşturuldu.

Uygulanması halinde sermaye piyasalarında yeni bir çığır açacağını düşündüğümüz önerilerimizi sunmak için ilgili makamlar nezdinde gerekli girişimleri sürdürmekteyiz. Ümit ediyorum ki bu girişimlerimiz neticesinde tüm finans sektörü için sevindirici sonuçlar alabileceğiz.

Değerli okurlar,

6 Ekim'den itibaren sermaye piyasalarımızın ve ülkemizin yeni bir sürece girdiğini söyleyebiliriz. Avrupa Komisyonu'nun Tavsiye Kararı 17 Aralık'ta tam üyelik için müzakere tarihi alacağımızı neredeyse kesinleştirdi. Pek çok diğer sektör gibi, Avrupa Birliğine katılımın getireceği mevzuat çalışmaları sermaye piyasamızı da etkileyecek. Gelecekte piya-

salarımızda ne tür değişiklikler ve gelişmeler olacağını görebilmek amacıyla hazırladığımız "AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası" adlı kitapçığımızı Kasım ayı başında kamuoyuna sunduk. Raporumuzun sizlerin de çalışmalarında faydalı olacağını umuyoruz.

gündem'in bu ayki sayısında Avrupa Birliği yolunda önemli olduğunu düşündüğümüz bir konuyu inceliyoruz; Avrupa ülkelerinin sermaye piyasalarında aracı kuruluşların teminat yükümlülükleri. Teminat uygulamaları, aracılık maliyetlerini dolaylı olarak etkilemesinden dolayı önem taşımaktadır. Çalışmamızın, ülkemizde teminat sistemlerinin gözden geçirilmesi aşamasında yararlı olacağını umuyoruz.

Birliğimizin yönetim ve denetim kurulları ile çalışanları adına, **gündem** okurları ve sektör mensuplarımızın Ramazan bayramını en iyi dileklerle kutlar, mutluluklar dilerim.

Saygılarımla,

Müslüm DEMİRBILEK
BAŞKAN

Birlik'ten Haberler...

Yatırım Profesyonelleri Derneği ile Beraber Düzenlediğimiz Panel İMKB'de

Yatırım Profesyonelleri Derneği ve Birliğimiz tarafından düzenlenen "Yatırım Yönetiminde Sınırlar: Davranışsal Finans ve Küresel Demografi" konulu panel 5 Kasım 2004 Cuma günü 13:30-17:00 saatleri arasında İMKB Konferans Salonu'nda düzenlenecektir.

Asgari Komisyon Tutarı 1 YKr Olacak

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) 22.10.2004 tarih ve 43 sayılı toplantısında, Birliğimizin önerisi çerçevesinde; "Yeni Türk Lirası (YTL) uygulamasının başlayacağı 01.01.2005 tarihinden itibaren hisse senedi işlemlerindeki komisyon tutarının 1 Yeni Kuruş'un (YKr) altında kalması halinde asgari maktu komisyon tutarının 1 YKr olmasına" karar verilmiştir.



SERMAYE PİYASASI KURULU
CAPITAL MARKETS BOARD OF TURKEY

Sektörümüz Kurul'da Temsil Edilecek

Sermaye Piyasası Kanunu, Birliğimizin Kurul üyeliğine ilişkin olarak iki aday göstermesini ve gösterilecek bu adaylar arasından bir kişinin Bakanlar Kurulunca atanmasını öngörmektedir.

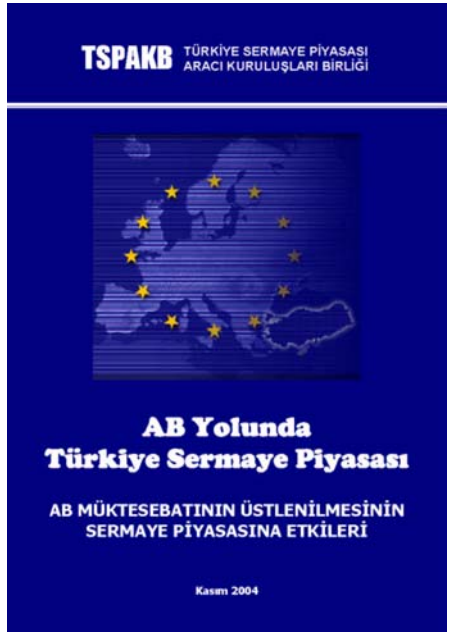
Birliğimizin kuruluşuna ilişkin hukuki prosedürün tamamlanmasına kadar olan süre içerisinde Birlik tarafından gösterilmesi gereken adaylar, Türkiye Bankalar Birliği tarafından gösterilmiştir. Türkiye Bankalar Birliği tarafından aday gösterilen Kurul üyesinin görev süresi 20.11.2004 tarihinde sona ermektedir.

Birlik Yönetim Kurulumuz, Sermaye Piyasası Kurulu'nun boşalan Kurul üyeliği için Sermaye Piyasası Kanunu gereğince, Sayın Muhammed Emin Özer ve Sayın Oktay Aydın'ın aday gösterilmesine karar vermiştir. Birlik tarafından önerilen iki aday arasından Bakanlar Kurulunca bir kişinin seçilerek Kurul üyeliğine atanmasına ilişkin hukuki sürecin tamamlanması beklenmektedir.

AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası Raporumuz Yayınlandı

Avrupa Komisyonu, 6 Ekim 2004 tarihinde açıklanan İlerleme Raporunda, hazırlık aşamasında olan bir takım temel mevzuat çalışmalarının tamamlanması koşuluyla Türkiye ile müzakerelere başlanması tavsiyesinde bulundu. Bilindiği üzere Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılımı, sermaye piyasamız da dahil bir çok alanda AB mevzuatına tam uyumu gerektirmekte.

Üyelik sonucunda hizmet sunma serbestisi ve sermayenin serbest dolaşımının sağlanması için yeni düzenlemeler yapılması gerekecek. Bu düzenlemeler, yapısal bir değişiklik yaratmayacaksa da, önümüzdeki dönemde sermaye piyasasının AB'ye uyumu



konusunda yeni bir aşamaya geçilecek.

Birliğimizce hazırlanan, "AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası-AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri" adlı raporda AB müktesebatına uyum amacıyla yapılacak değişikliklerin, sermaye piyasasına etkileri detaylı olarak ele alınıyor.

Piyasamızla ilgili geniş bir kitleye ulaştırılan raporumuza internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

İpotekli Konut Finansmanı Kanun Taslağı

İpoteğe dayalı uzun vadeli konut finansmanı (mortgage) sisteminin ülkemizde kurulması ve faaliyete geçirilmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanan kanun taslağı Birliğimizce incelenmiş, üyelerimizden gelen görüşler de dikkate alınarak oluşturulan önerilerimiz Kurul'a iletilmiştir.

2 Yıllık Modül Geçme Süresinin Başlangıç Tarihi Mayıs 2003 Olarak Belirlendi

Bilindiği üzere, 28-29 Eylül 2002 tarihlerinde düzenlenen lisanslama sınavlarına katılan adaylar için, 18-19 Eylül 2004 tarihlerinde düzenlenen lisanslama sınavları ile 2 yıllık modül geçme süresi tamamlanmıştır.



Birliğimizce, sektörün ihtiyacı olan lisanslı personel talebinin karşılanabilmesi ve çalışanların mağduriyetlerinin önlenmesi açısından, Eylül 2002 ve Ocak 2003 dönemlerinde sınavlara katılanlar için modül geçme süresinin Mayıs 2005 olarak belirlenmesi yönünde Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunulmuştur.

Kurul'un 08.03.2002 tarih ve 13/303 sayılı kararında modül geçme süresi 2 yıl olarak belirlenmişti. Kurul'un, 15.10.2004 tarih ve 42/1334 sayılı kararı ile; 2 yıl olarak belirlenen modül geçme süresinin, Eylül 2002 veya Ocak 2003 dönemlerinde düzenlenen lisanslama sınavlarına

katılmış adaylar için; Mayıs 2003 dönemi sınav sonuçlarının açıklandığı tarihten itibaren başlatılmasına karar verilmiştir.

Bu çerçevede, Eylül 2002 ve Ocak 2003 dönemlerinde sınavlara katılan, fakat tüm modüllerde başarılı olamayan adayların, lisanslı personel çalıştırma zorunluluğunun başlayacağı 2005 Mayıs ayına kadar yapılacak sınavlarda başarılı oldukları modüllerin değerlendirmeye alınması mümkün olacaktır.

Bu arada, 8-9 Ocak 2005 tarihlerinde düzenlenecek lisanslama sınavlarının başvurularının 5 Kasım 2004 tarihinde sona erdiğini tekrar dikkatlerinize sunarız.

Lisanslama Sınav Kılavuzları Güncellendi

Birliğimizce Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisanslama Sınavlarına yönelik olarak hazırlanan kılavuzların, YTL'ye uyumlu hale getirilmiş ve güncellenmiş nüshalarına www.tspakb.org.tr internet adresinden ulaşabilirsiniz.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

Ocak 2005 döneminde yapılacak olan lisanslama sınavlarına yönelik Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar lisanslama eğitimleri 253 No'lu Genel Mektup ile üyelerimize duyurulmuştur.

Eğitimlerimiz, sınavlara katılacak olan sermaye piyasası çalışanları ile herhangi bir kurumda çalışmadığı halde sınavlara giren herkesin katılımına açıktır.

Başvurular eğitim başlangıç tarihinden 3 gün öncesine kadar devam etmekte olup, eğitim programı tabloda yer almaktadır.

Vadeli İşlemler Piyasasında Çalışmak İsteyenlere Yeni Sınav Hakkı

Üyelerimizin, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'ye üyelik ve faaliyetlere başla-



ma aşamasında lisanslı personel temininde karşılaşılabilecekleri sorunları asgari düzeye indirebilmek için, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06.10.2004 tarih, 41/1273 sayılı kararı ile, sadece türev araçlar alanında çalışan personele mahsus olmak üzere, Türev Araçlar Belgesi olmayan ve geçiş sürecinden yararlanamayan kişilerin en geç 2005 yılının Mayıs ayında yapılacak sınava katılmaları koşuluyla, anılan sınavın son başvuru tarihine kadar işe girmelerine imkan tanınmıştır.

VOB Eğitimleri

1-8 Ekim 2004 tarihlerinde V. Dönem ve 21-28 Ekim 2004 tarihlerinde VI. Dönem VOB Üye Temsilcisi eğitim programları tamamlanmıştır.

Devam zorunluluğu olan teorik ve uygulamalı eğitimlere katılan 193 kişi, Birlik'ten almış oldukları katılım sertifikaları ile VOB'a Üye Temsilcisi belgesi almak üzere başvurabileceklerdir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Eğitimleri		
Düzenlenen Katılımcı		
Eğitim Adı	Eğitim Sayısı	Sayısı
VOB Takas Uzmanları	2	69
VOB İleri Düzey	1	21
VOB Yönetici	1	16
VOB Üye Temsilcisi	6	118
VOB Muhasebe Uzm.	3	78
VOB Uygulama Eğitimi	4	75

Kasım-Aralık 2004 Dönemi Lisanslama Eğitim Programı			
Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
5-6 Kasım	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
10-12 Kasım	Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
10-12 Kasım	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	İleri Düzey	3 gün
18 Kasım	Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel-İleri Düzey	1 gün
17-19 Kasım	Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar	Temel-İleri Düzey	3 gün
22-23 Kasım	Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar	İleri Düzey	2 gün
25 Kasım	Hisse Senedi Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
26 Kasım	Tahvil ve Bono Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
29 Kasım	Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Temel Düzey	1/2 gün
11-12 Aralık	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün
13-14 Aralık	Ticaret, Borçlar Hukuku ve İlgili Mevzuat	İleri Düzey	1 1/2 gün
18-19 Aralık	Genel Ekonomi	Temel Düzey	2 gün
18-19-25-26 Aralık	Finansal Yönetim	İleri Düzey	4 gün
21 Aralık	İlgili Vergi Mevzuatı	İleri Düzey	1 gün
24-25 Aralık	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlar	Türev	2 gün
26 Aralık	Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma	Türev	1 gün
27 Aralık	İlgili Vergi Mevzuatı	Temel Düzey	1 gün

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Mesleki gelişim eğitimlerimizden, Uluslararası Muhasebe Standartları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yeni Düzenlemeleri eğitiminin ikincisi 1-2 Kasım 2004 tarihlerinde düzenlendi.

4-5 Aralık 2004 tarihlerinde üçüncüsü düzenlenecek olan eğitim programına başvurular devam etmektedir. Eğitim programına ve içeriğine internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Lisans Başvurularında Son Durum

2002 yılının Eylül ayından itibaren düzenlenen 7 sınavda oluşan başarı durumuna göre; 5.406 kişi temel düzey, 2.166 kişi ileri düzey, 371 kişi türev araçlar, 536 kişi takas ve operasyon, 123 kişi değerlendirme uzmanlığı olmak üzere toplam 8.602 kişi lisans belgesi almaya hak kazandı.

Muafiyete sahip olanlardan temel düzeyde 21, ileri düzeyde 107, türev araçlarda 107 ve değerlendirme uzmanlığında 107 olmak üzere toplam 342 başvuru gerçekleşti.

Birliğimize ulaşan 2.412 lisans başvurusundan 1.355'inin onay işlemleri tamamlandı.

Öte yandan, Lisanslama ve Sicil Tutma Sisteminde kayıtlı kişi sayısı 9.000 kişiye ulaştı.

1-28 Ekim 2004 Tarihleri Arasındaki Borsa Dışı İşlemler					
	En Düşük Fiyat	En Yüksek Fiyat	Ortalama Fiyat	Toplam Lot (mn. TL)	Hacim
EGS Holding	80	90	88	12,500	1,100

Kaynak: TSPAKB

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

Borsa Dışı İşlemler Pazarında, 1-28 Ekim 2004 döneminde 11 hisse senedinin birinde işlem gerçekleşmiş ve işlem hacmi 1,1 milyar TL olmuştur. Borsa dışı işlemlerin başladığı 19 Ağustos 2002 tarihinden 28 Ekim 2004 tarihine kadar gerçekleşen toplam işlem tutarı ise 270 milyar TL olmuştur.

Borsa Dışı İşlemler sistemine 1-28 Ekim 2004 döneminde girilen 755 emir ile birlikte toplam emir sayısı 69.971'e ulaşmıştır. En çok emir girilen 3 hissedeki emir sayısı toplam emirlerin %60'ına karşılık gelmekte olup, bu hisseler EGS Holding (226), Medya Holding (125) ve Sabah Yayıncılık'tır (79).

Avrupa Sermaye Piyasalarında Teminat Koşulları

Bu çalışmamızda, Avrupa ülkelerinin sermaye piyasalarında aracı kuruluşların teminat yükümlülüklerini inceledik.

Sermaye piyasasının etkin işleyişi açısından aracılık maliyetleri çok önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Bankalar ve aracı kurumlar finansal aracılık hizmeti verirken doğrudan ve dolaylı bazı maliyetlere katlanmaktadır. Bu maliyetlerin boyutu ve niteliği hem ülke genelinde, hem de uluslararası boyutta kaynak dağılımını etkileyebilmektedir.

Örneğin şirketler açısından bakıldığında, borçlanma aracı ihraç maliyetleri ile hisse senedi ihraç maliyetlerine karşılık banka kredisi maliyetleri kıyaslandığında şirketlerin finansman tercihleri etkilenmektedir. Bu açıdan aracılık maliyetleri, şirketlerin finansman tercihlerini ve dolayısıyla kaynakların dağılımını etkileyebilmektedir.

Öte yandan, artık coğrafi sınırların finans piyasaları açısından önemi giderek azalmaktadır. Bir ülkedeki menkul kıymet ihraçlarının maliyetleri, başka ülkedeki maliyetler ile kıyaslanmakta ve ihraç kararları buna göre alınmaktadır.

Doğal olarak yatırımcılar açısından da benzer tercihler söz konusudur. Örneğin Volkswagen AG hisse senetleri 11 ülkedeki 20 ayrı piyasada işlem görmek-

tedir. Teknolojik imkanların ve özellikle internet kullanımının geldiği noktada yatırımcı açısından Volkswagen hisse senetlerine erişim için önemli olan faktör işlem maliyetleri olmaktadır. Bu açıdan da aracılık maliyetleri, ülkeler ve piyasalar arasındaki rekabet ortamında belirleyici olmaktadır.

Sonuç olarak aracılık maliyetleri, hem uluslararası ölçekte, hem ulusal bazda kaynakların dağılımını etkilemektedir.

Finansal aracılık maliyetlerinin pek çok bileşeni vardır. Vergi, yasal yükümlülükler, teknolojik gelişim, iş gücü kaynakları, bilgiye erişim maliyetleri, komisyonlar gibi doğrudan ve dolaylı maliyet faktörleri aracılık maliyetlerini etkilemektedir. Bu çalışmada aracılık maliyetleri konusunda genellikle göz ardı edilen, veya çok tartışılmayan, zorunlu işlem teminatları konusu incelenmektedir.

Teminat sistemi ulusal ve uluslararası tüm finans piyasalarının belkemiğidir denilebilir. Dolayısıyla teminat sisteminden vazgeçmek, ya da bu sisteme alternatif üretmek pek mümkün görülmemektedir. Fakat, teminat olarak tutulan varlıklar bir alternatif maliyet unsuru olabilmek-

tedir. Kurumlar, teminat koşullarına bağlı olarak, hem daha yüksek özsermaye bulundurmak, hem de varlıklarını daha düşük getirili alanlarda değerlendirmek zorunda kalmaktadırlar. Bununla beraber teminat koşullarında yapılacak değişikliklerle bu maliyetler azaltılabilmektedir.

Bu çalışmada Avrupa ülkelerinin sermaye piyasalarında aracı kuruluşların teminat yükümlülükleri incelenmektedir. Bu ana amacın dışında Avrupa piyasalarındaki güncel gelişmelerden ortaya çıkan diğer sonuçlara da değinmek, sistem değişikliklerinin anlaşılması açısından faydalı olacaktır.

Öncelikle, Avrupa sermaye piyasalarında (borsa, takas ve saklama kuruluşlarında) iki ana trend dikkati çekmektedir;

1. Entegrasyon
2. Kâr amaçlı işlevler ayrılığı

Entegrasyon

Avrupa Birliği müktesebatının ana fikirlerinden biri Avrupa Birliği bünyesinde tek bir sermaye piyasasının oluşumudur. Piyasa koşulları ise bu süreci kendiliğinden başlatmıştır. Borsalar ve diğer sermaye piyasası kurumları birleşmekte, ülkeler arası işbirliği anlaşmaları yaygınlaşmakta, iş-

lem platformları ortak olarak kullanılmaktadır.

Burada entegrasyonu yatay ve dikey olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Yatay entegrasyonda birkaç ülkenin borsaları veya takas kuruluşları kendi aralarında birleşmektedir. Aynı işlevi gören kurumlar hizmet verdikleri coğrafi alanları genişletmektedirler. Örneğin, dört ülke borsalarının birleşmesiyle oluşan Euronext. Veya İngiltere'nin merkezi takas kuruluşu olan London Clearing House ile Euronext'in takas kuruluşu olan Clearnet'in birleşerek LCH.Clearnet'i oluşturması. Yatay entegrasyon, ülkeler arası işbirliğini artırmakta, uluslararası yatırımları kolaylaştırmakta, ülkeler arası mevzuat uyumunu sağlamakta ve belki de en önemlisi ölçek ekonomisinden faydalanarak işlem maliyetlerini düşürmektedir.

Dikey entegrasyonda ise borsalar, takas ve saklama kuruluşları ile birleşmektedir. Farklı, fakat birbirini bütünleyen işlevlere sahip kuruluşlar birleşmektedir. Örneğin, borsa işleten Deutsche-Börse'nin, takas ve saklama kuruluşu olan Cedel'i, bünyesindeki Deutsche-Börse Clearing ile birleştirerek aynı grup çatısı altında Clearstream'i oluşturması. Dikey entegrasyonda bir menkul kıymet işleminin yapılmasından, takasın gerçekleştirilmesine kadar olan süreç aynı çatı altında gerçekleşmekte ve maliyet avantajı sağlanmaya çalışılmaktadır.

Son yıllarda Avrupa sermaye piyasalarında hem yatay, hem de

dikey entegrasyon örneklerinin yoğunlaştığı görülmektedir. Avrupa çapında faaliyet gösteren büyük borsalarla beraber büyük takas ve saklama kuruluşları oluşmaktadır. Daha küçük olan kurumlar ise bu oluşumlara katılma, ya da bu oluşumlarla işbirliği yapma çalışmaları içindedir.

Kar Amaçlı İşlevler Ayrılığı

Bir menkul kıymet işleminin gerçekleşme süreci dört ana bölüme ayrılabilir.

1. Borsa işlemi: Alım-satım işleminin gerçekleşmesi.
2. Mutabakat (clearing): Alıcı ve satıcının yükümlülüklerinin belirlenmesi.
3. Takas: Alıcı ve satıcının belirlenen yükümlülüklerinin el değiştirmesi.
4. Saklama: Menkul kıymetlerin muhafaza edilmesi.

Kar amaçlı işlevler ayrılığı, borsa işletmesi, mutabakat (clearing), takas ve saklama hizmetlerinin ayrı ayrı kar amacı güden kurumlar tarafından verilmesini ifade etmektedir. Borsa işleten kurumla, takası gerçekleştiren, veya saklama hizmeti veren kurumlar ayrı şirketler olarak örgütlenmişler ve hizmetlerini aynı çatı altındaki şirketlerin ve piyasaların dışına da taşımışlardır. Örneğin Euronext grubunun bir şirketi olan Euroclear, Euronext dışında yapılan işlemlerin de mutabakatını yapmaktadır.

Her kurum müşteri tabanlarını genişletmek için aktif olarak çalışmakta, rekabet koşulları içinde hizmet fiyatlarını belirlemekte ve

hizmet alanlarını genişletmektedirler. Örneğin borsada işlem yapmak için aranan koşullar ile takas kurumundan hizmet almak için aranan koşullar farklıdır. Bu koşullar doğal olarak kurumların aldıkları risklerle orantılıdır. Genel olarak daha yüksek riskle karşı karşıya olan takas kurumları, borsalara kıyasla üyelerinden çok daha katı koşullar talep etmektedirler.

Kurumların kar amacı gütmelerine paralel olarak "üyelik" kavramı yerini "ortaklar" ve "müşteriler" kavramlarına bırakmıştır. "Borsa üyesi" artık "borsa müşterisi", "takas üyesi" ise "takas müşterisi" olarak tanımlanmaktadır.

Kar amacı güden kurum haline gelmenin yarattığı bir diğer sonuç ise hizmet alanlarının genişlemesidir. Hizmet alanlarının genişlemesi, yeni ürünlerin veya daha önce verilmeyen hizmetlerin sunulmaya başlamasıdır. Örneğin borsalar giderek daha yaygın bir şekilde Borsa Yatırım Fonlarının kotasyonuna önem vermekte, BYF'lerin sağladığı likidite üzerinden aldıkları işlem payları ile gelirlerini artırmaktadırlar. Takas ve saklama kurumları ise repo, borçlanma ve ödünç piyasası hizmetlerine ağırlık vermeye başlamışlardır.

Öte yandan, takas ve saklama hizmetlerine özgü önemli sistem değişiklikleri mevcuttur. Giderek yaygınlaşan bir uygulama olarak, takasın parasal bacağı merkez bankalarına devredilmektedir. Böylece kurumların teminatları karşılığı ve merkez bankası kredi kanalları aracılığı ile borç-

lanma olanakları artırılmış, takasın parasal bacağına sorunlar yaşanması halinde merkez bankası kredilerinden takasın karşılanması imkanı yaratılmıştır. Ayrıca ülkelerin merkez bankaları ile takas ve saklama kuruluşları arasındaki işbirlikleri çerçevesinde bir ülkenin aracı kuruluşu başka bir ülkedeki saklama kuruluşundaki menkul kıymetlerini teminat göstererek kendi ülkesinin merkez bankasından kredi kullanma imkanına sahip olmaktadır.

Sistemin işleyişi bir örnekle daha anlaşılır hale gelecektir. Bir İspanyol bankası İspanya Merkez Bankası'ndan kredi talebinde bulunur. Kredi karşılığında Clearstream'deki (Almanya) menkul kıymetlerini teminat gösterir. İspanya Merkez Bankası, Alman Merkez Bankası'na talimat gönderir ve Clearstream'deki menkul kıymetlerin İspanya Merkez Bankası lehine teminata alınmasını ister. Alman Merkez Bankası Clearstream'e talimatı iletir ve menkul kıymetleri kendi nezdindeki İspanya Merkez Bankası hesabına kaydeder. Alman Merkez Bankası İspanya Merkez Bankası'na işlemin teyidini gönderir. İspanya Merkez Bankası, kredi talebinde bulunan bankanın istediği krediyi verir.

Yukarıda açıklanan işlem biraz uzun gibi görünse de, süreç tamamen elektronik ortamda yürütüldüğünden bir gün içinde kredi talebi karşılanabilmektedir. Ana prensip, her ülkenin finans kurumunun kendi merkez bankası ile işlem yapması, ülkelere arası işlemlerde de merkez bankalarının birbirleri ile işlem yap-

ması üzerine kuruludur.

Bu sistemde kurumların teminatları daha aktif kullanılmakta, ülke kurumları arasındaki işbirliği imkanları geliştirilerek tek sermaye piyasası hedefine doğru entegrasyonun adımları atılmaktadır.

Çalışmamızda borsalarla takas ve saklama kurumları ayrı ayrı ele alınmaktadır. Avrupa Birliği ülkeleri arasında sermayenin serbest dolaşımı ilkesi çerçevesinde, aracı kuruluşlar ve diğer sermaye piyasası kurumları ülkeler arasında çok daha kolay bir şekilde hizmet sunabilmektedir. Bununla beraber, ülkeler arası yaygınlaşan birleşmeler ve işbirliği anlaşmaları ile, çoğu ülkenin kendisine özgü bir sermaye piyasası kurumu kalmamıştır. Bunların yerini geniş bir coğrafi alana hizmet veren şirketler almıştır. Örneğin, artık bir Fransız borsasından ya da Fransa Merkezi Takas ve Saklama Kuruluşundan bahsetmek mümkün değildir. Onun yerine Euronext, LCH.Clearnet ve Euroclear'dan bahsetmek gerekmektedir.

İlerleyen bölümlerde görüleceği üzere borsalar genel olarak üyelerinden teminat talep etmemekte, buna karşın teminatlandırma, risk üstlenen mutabakat, takas ve saklama kuruluşları tarafından istenmektedir.

NOREX-Nordic Exchanges

NOREX, 7 kuzey ve Baltık ülkesinin işbirliği ile kurulmuş bir borsadır. Kopenhag (Danimarka),

Stokholm (İsveç), Oslo (Norveç) ve İzlanda borsaları NOREX'i oluşturmuşlardır. Başlangıçta NOREX'ten ayrı olan ve HEX Borsaları adı ile faaliyet gösteren oluşum 2004 yılı içinde işlem sistemlerini NOREX ile birleştirmiştir. HEX Borsaları, Helsinki (Finlandiya), Riga (Letonya), Tallinn (Litvanya) ve gene Stokholm (İsveç) borsalarının işbirliği ile oluşmuştur.

Sonuç olarak bugün NOREX çatısı altında işlem yapılabilen borsalar;

1. Helsinki (Finlandiya)
2. İzlanda
3. Kopenhag (Danimarka)
4. Oslo (Norveç)
5. Riga (Letonya)
6. Stokholm (İsveç)
7. Tallinn'dir (Litvanya).

NOREX'teki 7 borsanın toplam 170 üyesi vardır.

Borsaların işlem platformlarının aynı olmasının yanı sıra ortak işlem kuralları belirlenmiş ve ülkelerin mevzuatları genel hatları ile uyumlu hale getirilmiştir.

Buna göre, bir borsanın üyesi doğrudan diğer borsaların da üyesi olmaktadır. Yeni üye olmak isteyen bir kurum herhangi bir borsaya başvurusunu yapmakta, üyeliği kabul edildikten sonra bu 7 borsada işlem yapabilmektedir. Herhangi bir borsada işlem yapma yetkisine sahip olan personel (broker veya trader) diğer borsalarda da işlem yapabilmektedir.

Üyelik kabulünde üyelik aidatı alınmamakta, ayrıca teminat istenmemektedir.

Üyelik için kurumlarda aranan koşullar aşağıda sunulmaktadır;

- En az 730.000 € tutarında özsermayeye sahip olmalıdır.
- Borsa işlemi yapmak için yeterli organizasyon yapısına sahip olmalıdır.
- Risk yönetimi prosedürleri uygun olmalıdır.
- Güvenli teknik altyapıya sahip olmalıdır.
- İşlem yapmak için en az iki personel (broker veya trader) görevlendirmelidir.

Takas işlemleri yerel takas merkezlerince yapılmaktadır. Örneğin NOREX sistemine gönderilen bir emir İzlanda Borsası'nda gerçekleşiyorsa, bu işlemin takası İzlanda Merkezi Saklama Kurumu tarafından gerçekleştirilmektedir. Borsa üyeleri ilgili ülkelerin takas ve saklama kuruluşlarına ayrıca üye olabilmekte, veya ilgili ülkede takas ve saklama yetkisi olan bir kuruluş aracılığı ile takası gerçekleştirebilmektedirler.

Euronext

Euronext, Belçika, Fransa, Hollanda ve Portekiz borsalarının işbirliği ile oluşturulmuş bir borsadır. 200'ün üzerinde üyesi, 1.400 civarında işlem gören şirketi vardır.

Üyelik kabulünde üyelik aidatı alınmamakta, ayrıca teminat istenmemektedir.

Üyelik için aranan koşullar;

- AB ülkelerinden birinde faaliyet yetkisine sahip olmalıdır.
- Borsa işlemi yapmak için ye-

terli organizasyon yapısına sahip olmalıdır.

- Güvenli teknik altyapıya sahip olmalıdır.
- İlgili personelin İngilizce, ya da Euronext bölgesi dillerinden en az birini akıcı olarak konuşması şarttır.
- 3 kişiden az işlem yapan personeli varsa bir Yönetici Trader, 3'ten fazla işlem yapan personel varsa en az iki Yönetici Trader görevlendirmelidir.
- Yönetici Trader, mesleki yeterliliğini kanıtlamalı veya Euronext'in sınavlarında başarılı olmalıdır.

Deutsche Börse

Almanya'da hisse senedi işlemleri ağırlıklı olarak Deutsche Börse'de yapılmaktadır. Deutsche-Börse'nin yanı sıra yerel borsalar da faaliyet göstermektedirler. Almanya'da faaliyette bulunmak isteyen aracı kuruluşlar Federal Bankacılık Gözetim Dairesi'nden lisans almak zorundadırlar. Lisans almak için aracı kuruluşlarda aranan mali koşullar;

- Sadece müşteri emirlerini gerçekleştiren, kendi adına alım-satım yapmayan kuruluşlar için asgari sermaye tutarı 50.000 €'dur.
- Müşteri emirlerinin yanı sıra kendi adına alım-satım yapan kuruluşlar için asgari sermaye tutarı 730.000 €'dur.
- Mevduat kabul eden kuruluşlar için asgari sermaye tutarı 5 milyon €'dur.

Deutsche-Börse yönetimi, üyenin sermayesine göre işlem limiti

belirleyebilmektedir. Ayrıca üyeler garanti veya teminat vererek bu işlem limitlerini arttırabilmektedir. Fakat bu uygulama gereklilik olmayıp, uygun görüldüğü takdirde yapılabilecek bir işlemdir.

Üye aidatları, üyenin işlem yapma tercihlerine bağlı olarak 7.500 €, 15.000 € veya 20.000 € olabilmektedir.

Barcelona Borsası

Üyelik için, mali ve operasyonel yeterliliği belgeleyerek Merkezi Düzenleyiciden izin almak gerekmektedir. Bunun dışında Trader'ların mesleki yeterliliğinin belgelenmesi istenmektedir.

Üyelik girişinde 100.000 € giriş aidatı alınmaktadır. Daha sonra İspanya'daki diğer borsalarda da işlem yapılması isteniyorsa o borsalara ayrıca giriş aidatı ödenmemektedir.

Yıllık aidat 2.900 €'dur. Teminat şartı aranmamaktadır.

Hellenic Exchanges

Yunanistan'da bütün sermaye piyasası kuruluşları, Hellenic Exchanges S.A. adlı tek bir holding çatısı altındadır. Atina Borsası'nda işlem gören Hellenic Exchanges S.A.'nin ortakları kamu, aracı kuruluşlar, halka açık şirketler ve diğer yatırımcılardan oluşmaktadır.

Menkul kıymet işlemleri Atina Borsası'nda yapılmakta, takas ve saklama hizmetleri Merkezi Saklama Kuruluşu tarafından veril-

mektedir. Merkezi Saklama Kuruluşu, takas ve saklama hizmetlerinin yanı sıra Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun işlevlerini aynı çatı altında yürütmektedir. Takasın parasal bacağı Alpha Bank'taki üye hesaplarından karşılanmaktadır.

Aracı kuruluşlar faaliyete geçmek için Merkezi Düzenleyiciden izin almak zorundadır. Trader'lar merkezi düzenleyici tarafından yapılan bir lisanslama sınavını geçmek zorundadırlar.

Borsa üyelerinin yapabilecekleri işlemler sermayeleri ile belirlenmiş durumdadır.

1. Sermayeleri 586.940 €-880.410 € arasında olanlar sadece müşterileri adına alım-satım yapabilirler.
2. Sermayeleri 880.410 €-2.934.702 € arasında olanlar müşterileri ve kendi adlarına alım-satım yapabilirler.
3. Sermayeleri 2.934.702 €'dan fazla olanlar yukarıdaki işlemlere ek olarak, halka arz yüklenimi ve piyasa yapıcılığı yapabilirler.

Borsa üyeliği için sabit 88.041 € giriş aidatı alınmaktadır.

Atina Borsası'nda yapılan işlemlerin ardından günlük işlem sonuçları Merkezi Saklama Kuruluşuna gider. Müşteri ve kurum bazında takas yükümlülükleri belirlenir. T+3'te takas gerçekleşir. Merkezi Saklama Kuruluşu, kaydi sistemi de barındırdığından işlemler müşteri bazında takip edilebilmektedir.

Sabit bir teminat yükümlülüğü yoktur, fakat teminatlar işlem

limitleri ile ilişkilendirilmiştir. Eğer bir üyenin günlük toplam işlem hacmi sermayesinin iki katını aşıyorsa, aşan kısmın tamamı kadar banka teminat mektubu, veya nakit, veya menkul kıymeti teminat olarak Merkezi Saklama Kuruluşuna yatırmak zorundadır. Eğer bir üyenin günlük toplam işlem hacmi, sermayesinin iki katını aşıyorsa üyenin borsaya erişimi gerekli teminatlar alınıncaya kadar otomatik olarak kesilir.

Teminatlarla beraber garanti fonlarına katılım söz konusudur. Yunanistan'da yatırımcı koruması ile ilgili iki ayrı fon vardır. Birincisi, Borsa Üyeleri Garanti Fonu, ikincisi ise Destek Fonu.

Garanti Fonu, ödeme gücüne düşen bir aracı kuruluşun diğer kuruluşlara ve yatırımcılara olan yükümlülüklerini karşılamak için kurulmuştur. Üyelerin zararının tamamı tazmin edilebilirken, yatırımcıların 30.000 €'ya kadar olan varlıkları teminat kapsamındadır.

Destek Fonu ise takas işlemlerinin güvenliği için kurulmuştur. Üyelerin borsadaki işlem hacimlerinin %0,01'i, Merkezi Saklama Kuruluşunda takasa konu olan menkul kıymetlerin ise %0,01'i oranında fona katkı payı kesilmektedir.

Yunanistan'da ayrıca üyeler çeşitli risklere karşı sigorta poliçeleri yaptırabilmektedir. Bu poliçeler;

1. Çalışanların doğurabileceği zararlara karşı,
2. Elektronik sistemlerin kötüye kullanımından doğabilecek za-

rarlara karşı,
3. Borsa kurallarına aykırı işlemlerden doğabilecek zararlara karşı,
şeklinde çeşitlenebilmektedir.

Londra Borsası

Londra Borsası, üyelik başvurusunda bulunan her şirkete sorumlu bir personelini atamaktadır. Sorumlu personel, başvuran şirketin özelliklerine (elektronik bağlantı tercihleri, altyapısı, şirketin yeri, işlem yapacağı pazarlar vs.) göre değişen üyelik işlemlerinin yürütülmesinde şirkete yardımcı olmaktadır.

Üyelik giriş aidatı 10.000 £'dur (≅ 15.000 €).

Yıllık aidat üyenin personel sayısı ile orantılıdır. Örneğin personel sayısı 20 kişiden az olan kurumlar için yıllık 5.150 £ (≅ 7.700 €), 500 kişiden fazla kurumlar için 51.500 £'dur (≅ 77.000 €).

Teminat şartı yoktur.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen aracı kurum ve bankalar, İMKB Yönetim Kurulu kararı ile Borsa üyesi olurlar. Üyelerin, İMKB'deki bütün pazar ve piyasalarda işlem yapma zorunluluğu bulunmamaktadır. Borsa üyeleri birden fazla pazar ve piyasada faaliyet göstermek üzere yetkilendirilebilir.

Üyeler, müşterilerine ve Borsaya verebilecekleri zararlara karşılık faaliyet gösterebilecekleri her bir

piyasa için belirlenen teminatı yatırmakla yükümlüdürler. Hisse senetleri piyasasında işlem yapan üyelerin yatırmak zorunda olduğu toplam teminat; maktu teminat, lot altı teminat, oransal teminat, ortalama teminat ve munzam teminat tutarlarının toplamından oluşmaktadır.

Maktu Teminat: 500 milyon TL olup, tüm üyelerin eşit olarak yatırması gereken asgari tutardır.

Lot Altı Teminat: Borsa dışı küsürat işlemleri yapmaya yetkili olan kuruluşların yatırımları gereken 50 milyar TL tutarındaki teminatır.

Oransal Teminat: Üçer aylık dönemler itibariyle, üyelerin günlük ortalama işlem hacminin %5'i olup, dönem sonunu izleyen ay içerisinde tamamlanması gerekmektedir.

Ortalama Teminat: Üç aylık hesaplama dönemlerinde tüm üyeler için hesaplanan Oransal Teminat tutarlarının basit ortalamasıdır. Bu teminat, Hisse Senetleri piyasasında ilk defa işlem yapmaya başlayacak üyeler ile, faaliyetleri geçici olarak durdurulduktan sonra yeniden işlem yapma izni verilen üyelerden Oransal Teminat yerine alınmaktadır.

Munzam Teminat: Takas yükümlülüğünü yerine getirmeyerek temerrüde düşen üyeler için üçer aylık dönemler itibariyle hesaplanmaktadır.

Swiss Exchange

İsviçre'de tek menkul kıymetler borsası Swiss Exchange'dir (SWX). Tek merkezi takas ve saklama merkezi SegInterSettle

AG'dir (SIS). İsviçre Merkez Bankası (SNB) ise nakit takası için kullanılmaktadır. Bu üç kurum birbirleri ile entegre bir sistem üzerinde çalışmaktadır.

Sistemin işleyişi kısaca şöyledir;

1. Aracı kurum borsada (SWX) işlem yapar.
2. Gerçekleşen emirlerin kaydı anında elektronik ortamda merkezi takas ve saklama kurumu olan SIS'in sistemine işlenir.
3. İşlemin kaydı aynı zamanda İsviçre Merkez Bankası'na yansır. Takas gününde İşlem yapan kurumların İsviçre Merkez Bankası'ndaki hesapları arasında nakit transferi olurken SIS sisteminde de menkul kıymet takası gerçekleşir.

İsviçre Borsası'na üye olmak isteyen gerçek kişiler ve kuruluşlar Federal Bankacılık Komisyonundan (FBC) izin almak zorundadırlar.

Üyelerin en az 10 milyon CHF (\cong 6,5 milyon €) özsermayesi olmalıdır.

Üyelerden ayrıca 500.000 CHF (\cong 325.000 €) teminat istenmektedir. Teminat İsviçre Borsası'nın SIS'teki hesabına yatırılır.

Teminatlar nakit ya da İsviçre Merkez Bankası'nın kabul ettiği menkul kıymetlerden olabilmektedir. Bunlar borçlanma senetleri ile kamu kurumlarının organize piyasalarda işlem gören menkul kıymetleridir. Banka teminat mektubu kabul edilmemektedir.

489 üyesi olan İsviçre Borsası'nda giriş aidatı ve yıllık aidat

20.000 CHF'dir (\cong 13.000 €).

Aynı zamanda uluslararası bir saklama kuruluşu olan SIS, Clearstream, Euroclear gibi takas ve saklama kurumları ile yaptığı işbirliği anlaşmaları çerçevesinde 60 ayrı piyasada takas ve saklama hizmeti vermektedir. Bu sistemlere üye olan aracı kuruluşlar işlemlerinin tercih ettikleri takas sistemi aracılığı ile yapılmasını isteyebilmektedirler.

SIS'in saklamasındaki menkul kıymetlerin değeri yaklaşık olarak 1,6 trilyon CHF'dir (\cong 1 trilyon €).

İsviçre Borsasında aynı zamanda bir Dayanışma Fonu bulunmaktadır. Bu fon takas işlemleri esnasında bir sorun çıkması halinde borsa üyelerinin tazmini için kullanılmaktadır. Borsa üyeleri fona yıllık olarak 5.000 CHF (\cong 3.250 €) katkıda bulunurlar. Katkı payları fonun toplam tutarı 10 milyon CHF'ye (\cong 6,5 milyon €) ulaşınca kadar alınır. Takası karşılanmayan bir üye fondan en fazla 1 milyon CHF (\cong 650.000 €) tutarında tazminat alabilir.

Eurex–Deutsche Börse Grubu

Almanya'da hisse senedi işlemleri ağırlıklı olarak Deutsche-Börse'de yapılmaktadır. Deutsche-Börse'de yapılan işlemlerin ardından mutabakat (clearing) Eurex'de, takas ve saklama işlemleri ise Clearstream'de yapılmaktadır. Eurex aynı zamanda türev borsası olarak da faaliyet göstermektedir.

Üyelerine karşı Merkezi Takas Garantörü (central counterparty) olarak mutabakat işlemlerini gerçekleştirmektedir. Bütün bu kuruluşlar Deutsche-Börse grubu altındadır.

Eurex'te iki çeşit üyelik vardır; Genel Mutabakat Üyeliği (General Clearing Member) ve Doğrudan Mutabakat Üyeliği (Direct Clearing Member). Genel Üyeler, kendi işlemlerini, müşteri işlemlerini ve Eurex üyesi olmayan diğer kurumların mutabakat işlemlerini gerçekleştirebilir.

Doğrudan Üyeler, kendi işlemlerini, müşteri işlemlerini ve kendi şirketler grubu çatısı altında bulunan fakat Eurex üyesi olmayan kurumların mutabakat işlemlerini gerçekleştirebilir. Hisse senedi mutabakatı için Genel Üyeler asgari 25 milyon €, Doğrudan Üyeler asgari 2,5 milyon € sermayeye sahip olmalıdırlar. Bono, repo ve türev işlemleri için daha yüksek tutarlarda asgari sermaye koşulları gerekmektedir.

Eurex bünyesindeki Mutabakat Fonu'na Genel Üyeler 5 milyon €, Doğrudan Üyeler 1 milyon € katkıda bulunmaktadır.

Genel Üyeler için üyelik giriş aidatı ve yıllık aidat 50.000 € iken Doğrudan Üyeler için 25.000 €'dur.

Clearstream– Deutsche Börse Grubu

2000 yılında Cedel ve Deutsche-Börse Clearing'in birleşmesiyle kurulan Clearstream, Deutsche-Börse grubunun takas ve sakla-

ma kuruluşudur. Avrupa'daki iki büyük Uluslararası Saklama Merkezinden biridir. Diğer Euronext grubu altındaki Euroclear'dır.

Clearstream, 94 ülkede 2.500'ün üzerindeki kuruluşa hizmet vermektedir. 24'ü Avrupa'da, 5'i Amerika'da, 10'u Asya Pasifik bölgesinde, biri de Güney Afrika'da olmak üzere 40 ayrı pazarın takas işlemlerini gerçekleştirmektedir. Saklamasındaki menkul kıymetlerin değeri 2003 sonu itibarı ile 7,3 trilyon €'dur.

Deutsche-Börse grubu takas sistemini 2004 yılı içinde değiştirmiştir. Buna göre, takas üyeleri Alman Merkez Bankası'nda (Bundesbank) hesap açtırmak zorunda olup takasın parasal kısmı Merkez Bankası hesaplarından yapılmaktadır. Menkul kıymet takası ise ağırlıklı olarak Clearstream ya da diğer saklama kuruluşları aracılığı ile yapılmaktadır.

Merkez Bankası, hesap sahipleri ile yapılan anlaşmalar çerçevesinde kredi limitleri tahsis etmektedir. Kurumun takas için hesabında yeterli nakdi olmaması halinde takas yükümlülüğü Merkez Bankası kredisi ile karşılanmaktadır.

Standard Takas işlemi yapan kuruluşlar için Clearstream teminat istememektedir. Standart takas işleminde, takastan bir gün öncesinin sabahında üyelerin Merkez Bankası'ndaki hesapları kontrol edilir, yeterli bakiye varsa takas tutarı bloke edilir, akşam takas gerçekleşir.

Bundesbank'ta kredi limiti olma-

yan kurumlar en az 3 milyon € teminat vermek zorundadırlar. Clearstream takas ve saklama ile ilgili hizmetlerin yanı sıra repo hizmeti de vermektedir. Bu işlemler için teminat alınmaktadır. Verilen teminat oranında işlem limiti değişmektedir.

Teminatlar Avrupa Merkez Bankası'nın (European Central Bank) belirlediği menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. Ayrıca menkul kıymetin niteliğine göre değişen teminat değerlendirme oranları belirlenmiştir.

LCH.Clearnet– Euronext Grubu

London Clearing House (LCH) İngiltere piyasalarının merkezi takas kuruluşu iken 2003 yılının Aralık ayında Euronext'in takas kuruluşu olan Clearnet ile birleşmiştir. LCH.Clearnet Nisan 2004'te tüm faaliyetlerin entegrasyonunu sağlamıştır. LCH.Clearnet mutabakat (clearing) ve takas işlemlerini yapmaktadır, saklama hizmeti vermemektedir.

Londra pazarlarında ve Euronext'te işlem gören hisse senedi, sabit getirili enstrümanlar, türev araçlar ve emtia işlemlerinin mutabakatını üstlenmektedir. Üyelerine karşı merkezi takas garantörü (central counterparty) olarak mutabakat işlemlerini gerçekleştirmektedir.

LCH.Clearnet'te iki tür üyelik vardır; Bireysel Üyelik (Individual Clearing Member) ve Genel Üyelik (General Clearing Member). Bireysel Üyeler sadece kendi işlemlerinin ve müşterileri-

nin mutabakatını yaparken Genel Üyeler kendilerinin, müşterilerinin ve diğer kuruluşların mutabakatını yapabilirler.

Organize piyasalarda işlem yapan Bireysel Üyeler için aranan asgari sermaye tutarı 10 milyon €'dur. Genel üyelerde ise asgari sermaye mutabakatını yaptıkları kurum sayısı ile orantılıdır. 9 kuruma kadar mutabakat müşterisi olan Genel Üyeler asgari 25 milyon € sermayeye sahip olmalıdır. 20'den fazla müşterisi olanlar için bu rakam 37 milyon €'dur.

Organize olmayan piyasalarda işlem yapan Bireysel Üyelerin, 30 milyon € asgari sermaye tutarına ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarından en az A derecesine sahip olması şartları aranmaktadır. Organize olmayan piyasalarda işlem yapan Genel Üyeler için aranan şartlar A derecesi ve 150 milyon € asgari sermaye tutarıdır.

Sadece emtia mutabakatı yapan üyeler için asgari sermaye tutarı 1,9 milyon €'dur.

LCH.Clearnet takas riskini üstlendiği için üyelerinden teminat almakta, ayrıca çeşitli Garanti Fonlarına katkıda bulunmalarını istemektedir.

Teminat miktarları ve garanti fonuna yatırılacak miktarlar üyelerin risk yaratabilecek işlem tutarlarına bağlı olarak (örneğin, repo hacmi, açık türev pozisyonu vs.) üye bazında hesaplanmaktadır. Teminat tutarları günlük olarak, Garanti Fonu katkıları aylık olarak hesaplanmaktadır.

Takasın ödenmemesi riskinin gerçekleşmesi halinde riskin karşılanması prosedürü aşağıdaki şekildedir;

1. Öncelikle temerrüde düşen üyenin teminatlarından ödeme yapılır.
2. Teminatlar yetersiz kalırsa temerrüde düşen üyenin Garanti Fonuna yaptığı katkıdan ödeme yapılır.
3. Üyenin katkısı yetersiz kalırsa Garanti Fonundan 220 milyon €'ya kadar ödeme yapılır.
4. Ardından LCH.Clearnet'in sermayesinden 60 milyon €'ya kadar ödeme yapılır.
5. Bu ödemenin de yetersiz kalması halinde LCH.Clearnet'in 280 milyon € tutarındaki sigorta poliçesinden 150 milyon €'ya kadar ödeme yapılır.
6. Yetersiz kalırsa Garanti Fonlarının kalanı kullanılır.
7. Bu da yetersiz kalırsa LCH.Clearnet'in özsermayesinin kalanından ödeme yapılır.
8. Son aşamada grubun ana şirketi olan Euronext Paris'in koşulsuz garantisi devreye girer.

Euroclear-Euronext Grubu

Euroclear şirketler grubu, Euronext Borsası'nın takas ve saklama kuruluşudur. Grup çatısı altındaki şirketler Euroclear Bank, Euroclear France, Euroclear Nederland (Hollanda) ve CRESTCo'dur (İngiltere).

Belçika'da kurulu olan Euroclear Bank, Avrupa'daki iki büyük uluslararası merkezi saklama ku-

ruluşundan biridir. Hisse senesinde 25, bono piyasasında 30 ayrı pazara hizmet vermektedir. Grubun diğer şirketleri, kurulmuş oldukları ülkelerin yerel merkezi saklama kuruluşları olarak hizmet vermektedir.

Dünyada 80 ülkede yerleşik 2.000'in üzerinde kuruluş Euroclear müşterisidir. 210.000 adet menkul kıymette ve 30 ayrı para biriminde takas ve saklama hizmeti vermektedir. Saklamadaki menkul kıymetlerin toplamı 2004 Haziran itibarı ile 13 trilyon €'dur. Teminat olarak alınan menkul kıymetlerin ortalama günlük tutarı 292 milyar €'dur.

Euronext borsasında yapılan işlemlerin mutabakatı LCH.Clearnet'te yapıldıktan sonra Euroclear'da takası ve saklaması yapılır. Fakat, Euroclear sadece Euronext'e hizmet vermemektedir. Hisse senedi, borçlanma enstrümanları, yatırım fonları, depo sertifikaları, warrant'lar ve benzeri enstrümanların takas ve saklaması yapılmaktadır. Ayrıca repo ve ödünç menkul kıymet işlemleri hizmeti vermektedir.

Euroclear'daki takas işlemlerinde merkez bankaları kullanılmamaktadır. İşlemler özel bankalardaki hesaplar aracılığı ile yapılmaktadır.

Sonuç

Avrupa borsalarında ve takas sistemlerindeki genel eğilimler özetlenecek olursa, iki ana gelişmeden bahsetmek gerekmektedir. Birincisi, ülkeler ve kurumlar arası entegrasyon ve işbirliği an-

laşmalarının yaygınlaşması. İkinci ise menkul kıymet alım-satım sürecindeki işlevlerin ayrı ayrı kar merkezi olarak hareket eden kurumlar tarafından gerçekleştirilmesi.

Genel olarak borsalar teminat almamakta, üyelik koşullarını çok esnek tutarak borsa üyeliğini kolaylaştırmaktadırlar. İncelenen 16 Avrupa borsası içinde teminat koşulu arayan sadece İsviçre Borsasıdır. O da takas ve saklama işlemlerinin entegre bir sistem üzerinde yürütülmesinden dolayı istenmektedir. Örneğin, Norex ve Euronext gibi işbirliğine dayalı borsalarda üyelik giriş aidatı dahi alınmamaktadır.

Genel olarak borsaların gelir unsurları, üyelik aidatları, işlem payları ve kotasyon ücretlerine dayanmaktadır. Bunun dışında teknik altyapı ve bağlantı ücretleri gibi bilgi teknolojilerine dayalı gelirlerin önemi artmaktadır.

Borsa üyelerinin, ya da daha doğru bir deyişle müşterilerinin, yaratabilecekleri riskler ise sermaye yeterliliği koşulları ile düzenlenmektedir. Burada da genel uygulama olarak Avrupa Birliği'nin genelinde baz alınan sermaye yeterliliği rakamları kullanılmaktadır. Avrupa Birliği'nce belirlenen minimum sermaye yeterliliği koşullarından daha ağır yükümlülükler isteyen borsa, Yunanistan gibi bir iki istisna dışında, pek yok gibidir.

Öte yandan, teminat sistemleri mutabakat (clearing), takas veya saklama şirketleri tarafından kullanılmaktadır. Menkul kıymet alım satım sürecindeki risklerin

önemli bir kısmı, borsalardan ziyade bu şirketler tarafından üstlenilmektedir. Örneğin, mutabakat şirketlerinin bir çoğu aynı zamanda merkezi takas garantörü olduğundan, karşı taraf riskini almaktadır. Fakat burada da teminatların aktif olarak kullanılabilmesi esas alınmaktadır.

Takas ve saklama kurumları birbirleri ile kurdukları ağlar sayesinde işlem yapan kuruluşların menkul kıymetlerinin nerede bulunduğu çok önem taşımamaktadır. Dolayısıyla, takas ve saklama kurumlarının birbirleri ile rekabeti artmış, hizmet fiyatlarını düşürmek için sistem geliştirme çalışmaları yoğunlaşmıştır.

Teminatlar ağırlıklı olarak kurumların işlem ve borçlanma limitleri ile ilişkilendirilmiştir. Böylece işlem hacmini veya borçlanma limitlerini artırmak isteyen kurumların teminatlarını artırmaları özendirilmektedir.

Yeni bir eğilim olarak, takasın parasal kısmının merkez bankaları aracılığı ile yapılması ortaya çıkmıştır. Merkez bankaları aracı kuruluşlara, herhangi bir kurumda bulunan menkul kıymetlerini teminat olarak göstermeleri karşılığında kredi limitleri belirlemektedir. Böylece takas günü yapılacak olan ödemelerde bir aksilik olması durumunda merkez bankası kredileri devreye girmekte ve takas sorunsuz olarak gerçekleşmektedir. Takas güvenliğini sağlamanın yanı sıra bu sistem ülkeler arası kredi kullanımının yaygınlaşması için de kullanılmaktadır. Bir aracı kuruluş, başka ülkedeki bir saklama merkezinde bulunan menkul kıy-

metlerini teminat olarak göstererek kendi ülkesinin merkez bankasından kredi kullanabilmektedir.

Ülkelerin hemen hepsinde bir garanti fonu bulunmaktadır. Bu fon genelde takas işlemlerini güvence altına almak için kurulmuştur. Bazı ülkelerde bunun dışında aracı kurumun iflas etmesi halinde kullanılacak fonlar da bulunmaktadır.

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

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

TSPAKB adına İmtiyaz Sahibi:

Müslüm Demirbilek

Genel Yayın Yönetmeni:

İlkay Arıkan

sermaye piyasasında gündem,
TSPAKB'nin aylık iletişim organı olup,
para ile satılmaz.

Basım Yeri: Printcenter

Tel.: 212-282 41 90

Faks: 212-280 96 04

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

Birliğin 113 aracı kurum ve 43 banka olmak üzere toplam 156 üyesi vardır.

Misyonumuz;

Çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan ve saygınlığına önem veren bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak; sermaye piyasasını geliştirmek ve bu yolla ülkenin kalkınmasına katkıda bulunmaktır.

Bu bülten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAKB") tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu bültende 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. Bu bültende yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.