

TSPAKB Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**XIII. Üye Toplantısı Yapıldı**

28 Haziran 2005 Salı günü, Birlik merkezinde sermaye piyasamızdaki son gelişmelerin tartışıldığı ve üyelerimizin karşılıklı fikir alışverişinde buldukları XIII. Üye Toplantısı yapıldı.

Toplantıda öncelikli konu olarak menkul kıymetlerin vergilendirilmesi ve bunun etkileri üzerinde duruldu. Üyelerimiz, sektördeki diğer gelişmelerle beraber, Birliğimizin faaliyet ve çalışmaları hakkında bilgilendirildi.

**Çalışma Grubu Raporu**

Sermaye piyasamızda eksik kalan ve her durumda eksikliği hissedilen özel sektör borçlanma araçları piyasasının hayata geçirilmesi için Birliğimiz bir süredir çeşitli çalışmalar yürütmektedir. Bu çerçevede, Birliğimiz bünyesinde bir Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu oluşturulmuştur.

Çalışma Grubu, özel sektör borçlanma araçları piyasasının canlandırılması için yapılması gerekenleri bir raporla ortaya koymuştur. Rapor, sektör temsilcileri, basın ve akademik çevrelerden oluşan geniş bir kitleye ulaştırılmış olup, internet sitemizde de yer almaktadır.

İtalya Sermaye Piyasası

Birliğimiz, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne üyelik müzakereleri sürecinde AB üyesi ülkelerin sermaye piyasalarının yapılarını ve geçirdikleri evreleri inceleyen çalışmalar yürütmektedir. Bu ayki raporumuzda İtalya sermaye piyasasını incelemekteyiz.

İtalyan sermaye piyasası 90'lı yılların başlarında yerel borsaların birleşmesi ile bütünleşmiştir.



Daha sonra, Avrupa Birliği'nde avroya geçiş öncesinde, devlet öncülüğünde, kooperatif yapıdan kar amacı güden bir şirkete dönüşmüş ve özelleştirilerek yeniden yapılandırılmıştır. Yeni kurulan Borsa Italiana şirketi, tüm sermaye piyasası kurumlarını ve işlemlerini tek bir çatı altında toplamıştır. Çalışmamıza **Sayfa 6'dan** ulaşabilirsiniz.

Sunuş



Değerli **gündem** okurları,

Bu ay sizlere, son dönemde Birliğimizin üzerinde yoğunlaştığı konular hakkında bilgi vermek istiyorum. Gündemimizde çok önemli dört konu var; yeni vergileme sistemi, borsa yatırım fonları, Gelişen İşletmeler Piyasaları ve özel sektör borçlanma senetleri piyasası.

Bilindiği üzere, para ve sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesi ile ilgili olarak, 01.01.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere vergileme sisteminde çok önemli değişiklikler yapıldı. Para ve sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesi ile ilgili değişiklikler, Vergi Konseyi'nce hazırlanan "Para ve Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi" raporunda yer alan ilkelerle büyük ölçüde uyumlu olmakla beraber, yeni vergileme sisteminin uygulanması ile ilgili yasal ve teknik sorunların farkındayız. Yeni vergileme sisteminin uygulanması konusunda yapılacak düzenleme çalışmalarına aktif katılım sağlanması amacıyla Birliğimiz bünyesinde bir çalışma grubu oluşturuldu. Gelir İdaresi Başkanlığı temsilcilerinin katılımıyla bir dizi toplantı gerçekleştirildi ve hazırlanan tebliğ taslağı hakkında görüş ve öneriler iletildi.

Son olarak, Birliğimiz Yönetim Kurulu, Takasbank, MKK, Borsa Aracı Kurumları Yöneticileri Derneği, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, saklamacı bankalar, yabancı işlemi yapan aracı kurumlar ve yazılım firmalarından oluşan temsilci heyeti ile bir Ankara ziyareti gerçekleştirdik. Yeni vergileme sistemine ilişkin tüm sorunlarımızı Gelir İdaresi Başkanı'na doğrudan aktarma fırsatımız oldu. Girişimlerimizin olumlu sonuçlarını hep

birlikte göreceğimizi umuyorum.

Sermaye piyasasında alternatif bir yatırım aracı olan ve İMKB'de alım satımının yapılacağı Borsa Yatırım Fonlarının bir an önce hayata geçirilmesi yönünde çalışmalarımızı sürdürüyoruz. 23 üyemiz kurucu ortak sıfatıyla Fona katılma kararı aldı. Kurucu ortaklar tarafından öncelikle bir icra heyeti oluşturuldu ve kuruluş işlemlerine başlandı. Ardından, fon kurulu üyeleri, fon denetçileri ve portföy yönetim şirketi belirlendi. Dünyada ilk defa örneği görülecek kadar geniş katılımlı bu fonun, isim hakkı ve endeks sağlanması ile ilgili hususların da çözüme kavuşturulması neticesinde kısa bir zaman içerisinde faaliyete geçeceğini düşünüyoruz.

Öte yandan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan tanıyacak piyasaları oluşturmak üzere, Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin kuruluş çalışmaları devam ediyor. 53 üyemiz, TOBB ve Birliğimizin katılımıyla, kuruluş çalışmaları başlatılan şirketin Kurucular Kurulu toplantısı yapıldı ve ilk genel kurul tarihine kadar görev yapacak geçici yönetim ve denetim kurulu üyeleri seçildi. Bu aşamadan sonra SPK'dan kuruluş onayı alınması işlemleri başlatılacak.

Bir diğer önemli çalışmamız ise özel sektör borçlanma araçları konusunda. Bilindiği üzere özel sektör borçlanma senetleri piyasasının sağlıklı bir şekilde yeniden işlerliğe kavuşması amacıyla Birliğimiz bünyesinde bir çalışma grubu kuruldu. Çalışma grubunca hazırlanan rapor geçtiğimiz ay Kurul'a sunuldu. Raporda yer alan görüş ve önerilerin, düzenleyicilerle işbirliği içinde bir an önce hayata geçirilmesi, ülkemizde bu piyasanın 2006 yılı başından itibaren düzenli bir şekilde işlerlik kazanması açısından önem taşıyor.

Bütün bu başlıkların her biri, üzerinde uzun uzun tartışılan ve çalışılan konular. Fakat, hepsinde de olumlu gelişmeler olduğunu görmek bizleri sevindiriyor. Üyelerimizin aktif katılımını ve desteğini görmemiz ise çalışmalarımızın doğru yolda ilerlediğinin en önemli göstergesi...

Saygılarımla,

Müslüm DEMİRBİLEK
BAŞKAN

Birlik'ten Haberler...

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.

Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan tanıyacak olan piyasaları oluşturmak üzere, "Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş."nin kuruluş çalışmaları sürmektedir.

53 aracı kuruluş ile birlikte Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin (TSPAKB) katılımıyla 10.000.000 YTL sermaye ile kurulması planlanan şirketin 28.06.2005 tarihinde gerçekleştirilen Kurucular Kurulu toplantısında, ilk genel kurul tarihine kadar görev yapacak yönetim ve denetim kurulu üyeleri belirlenmiştir.

Yönetim Kurulu üyeliklerine;

- 1- Bülent ALTINEL (Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.),
- 2- Kerem KORUR (Hak Menkul Kıymetler A.Ş.),
- 3- A. Belma ÖZTÜRKAL (Koç Yatırım Menkul Değerler A.Ş.),
- 4- Mine Berra KILIÇ (Marbaş Menkul Değerler A.Ş.),
- 5- Tayfun ORAL (Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.),
- 6- Fikrettin AKSU (T.C. Ziraat Bankası A.Ş.),
- 7- Murat ÇETİNKAYA (Türkiye Halk Bankası A.Ş.),
- 8- İlhan PARSEKER (TOBB),
- 9- Müslüm DEMİRBİLEK (TSPAKB),
- 10- Yavuz TEZELLER (TSPAKB),

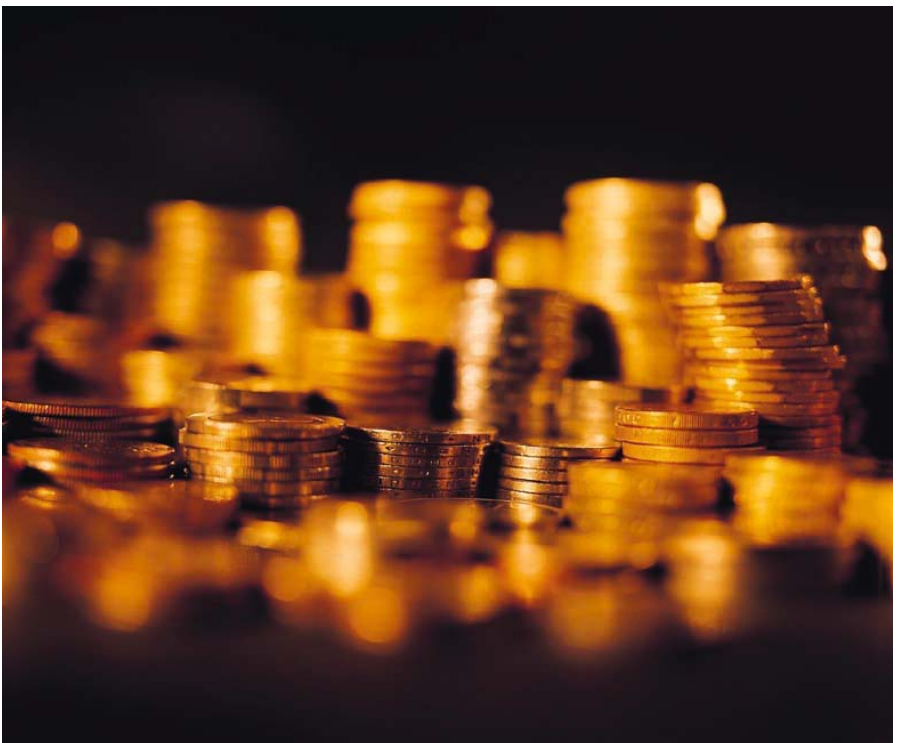


Denetim Kurulu üyeliklerine;
1- Hüseyin Sami ÇELİK (Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.),
2- Atilla YAVAŞAL (Finansbank A.Ş.),
seçilmiştir.

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin kuruluşu nedeniyle; Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı Sn. Doç. Dr. Abdüllatif Şener, Sanayi ve Ticaret Bakanı Sn. Ali Coşkun, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sn. Dr. Doğan Cansızlar ve TOBB Başkanı Sn. Rifat Hisarcıklıoğlu'nun katılımlarıyla 06 Temmuz 2005 tarihinde bir toplantı yapılacaktır.

Komisyon Tarifesi Uygulamasına İlişkin Karar Açıklandı

Birlik Yönetim Kurulunca tüm sermaye piyasası araçlarının alım-satımında aracılık komisyonunun serbest kalması yönündeki 19.06.2003 tarihli yönetim kurulu kararının teyit edilerek aynen Sermaye Piyasası Kurulu'na sunulmasını takiben, Birliğimiz ö-



nerisini değerlendiren Kurul, 30.06.2005 tarih ve 26 sayılı toplantısında konuya ilişkin olarak;

- a) Kurul'un 19.12.2003 tarih ve 64 sayılı toplantısında alınan "aracı kurumların ikincil piyasada gerçekleştirecekleri hisse senedi alım-satım işlemlerinde müşterilerinden tahsil edecekleri aracılık komisyonu oranının, vergiler hariç binde ikiden az olamayacağına, ancak aracı kurumların söz konusu işlemlerden ay içinde elde etmiş oldukları toplam komisyon gelirlerinin en çok %75'inin, ay sonu itibarıyla belirleyecekleri müşterilerine komisyon iadesi adı altında geri ödeyebileceklerine" ilişkin kararın 31.12.2005 tarihine kadar geçerli olmasına,
- b) Uygulamanın geçerli olacağı sürenin sonuna kadar geçecek döneme ait olmak üzere, Birliğimizce komisyon oranı ile ilgili piyasadaki uygulamaların, gelişmelerin ve sonuçlarının değerlendirildiği bir rapor hazırlanarak Kurul'a iletilmesine, söz konusu raporun Kurul'a iletilmesini takiben, konunun Kurul'ca tekrar değerlendirilmesine, karar verilmiştir.

Sermaye Piyasasında Güven Unsuru ve Yatırımcının Korunması

Bankalar Kanunu uyarınca yönetimi ve denetimi Fon'a devredilmiş bulunan Egebank A.Ş.'nin hakim ortaklarından olan Fon alacaklarının tahsilini teminen,

halka açık şirket statüsünde olan ve İMKB'de işlem gören Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetiminin Fon tarafından devralınması, bu şirketin halka açık kısmına ait payları ellerinde bulunduran yatırımcıların haklarını kaybetmesine sebep olmuştur.

Yatırımcıların haklarının korunması ve piyasaya olan güveni yıpratıcı uygulamaların değiştirilmesi amacıyla; Bankalar Kanunu'nun yeniden ele alındığı bu günlerde, Bankaların Fona devrinde, hakim durumda olmayan ortakların hisselerinin devir dışında tutulmasını, hatta bu değişiklik sırasında eski uygulamadan gelen aksaklıkların da düzeltilmesini de sağlayacak hükümler eklenmesini öngören görüş ve önerilerimiz Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı Sayın Doç. Dr. Abdülatif Şener'e ve TMSF Başkanı Sayın Ahmet ERTÜRK'e iletilmiştir.

Lisans Başvurularında Son Durum

30 Haziran 2005 tarihi itibarıyla Sicil Tutma Sistemi'ndeki kayıtlı kişi sayısı 15.150'dir. 10.964 kişinin sistemde iş bilgisi yer almakta olup, 4.186 kişi iş bilgilerini oluşturmamıştır. Sistemde tanımlı lisans sayısı 12.206'dır. Bu dağılımın 7.916'sı Temel Düzey, 2.773'ü İleri Düzey, 681'i Türev Araçlar, 265'i Değerleme Uzmanlığı ve 571'i Takas ve Operasyon Sorumlusu lisanslarından oluşmaktadır.

Sicil tutma sisteminin devreye



girdiği Şubat 2003'ten Haziran 2005 sonuna kadar Birliğimize ulaşan 4.091 lisans başvurusundan 1.849'unun onay işlemleri tamamlanmıştır.

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Temmuz ayı içinde; vadeli işlemlerin fiyatlaması, piyasa risk yönetimi ve denetim konularında düzenlenecek olan mesleki gelişim eğitimlerine yönelik program Genel Mektup ile duyurulacaktır.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

17-18 Eylül 2005 tarihlerinde düzenlenecek olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar sınavlarına başvurular 20 Haziran 2005 tarihinde başlamış olup, 08 Temmuz 2005 tarihinde sona erecektir.

Temmuz-Ağustos-Eylül 2005 Dönemi Lisanslama Eğitim Programı			
Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
28-29 Temmuz	Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar	İleri Düzey	2 gün
30-31 Temmuz	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
04-06 Ağustos	Temel Finans Matematiği,Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
13-14/20-21 Ağustos	Finansal Yönetim	İleri Düzey	4 gün
15-17 Ağustos	Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar	Temel / İleri Düzey	2½ gün
18 Ağustos	İlgili Vergi Mevzuatı	Temel Düzey	1 gün
19 Ağustos	İlgili Vergi Mevzuatı	İleri Düzey	1 gün
22-24 Ağustos	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	İleri Düzey	3 gün
31 Ağustos	Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	İleri Düzey	1 gün
01 Eylül	Hisse Senedi Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
02 Eylül	Tahvil ve Bono Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
03-04 Eylül	Genel Ekonomi	Temel Düzey	2 gün
05 Eylül	Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Temel Düzey	1½ gün
07-08 Eylül	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün
09 Eylül	Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel Düzey	1 gün
09-11 Eylül	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlar, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma	Türev Araçlar	3 gün
12 Eylül	Muhasebe, Takas ve Operasyon İşlemleri	Türev Araçlar	1 gün

Birliğimizin internet sitesinde yer alan ve lisanslama sınavlarına kaynakça teşkil eden Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar eğitim kılavuzlarında sınava yönelik güncelleme çalışmaları Temmuz ayı içinde tamamlanacaktır.

Eylül 2005 dönemi lisanslama sınavlarına yönelik eğitimler 27 Haziran 2005 tarihinde 349 No'lu Genel Mektup ile üyelerimize duyurulmuştur. Eğitimlere ilişkin detaylar Birliğimizin internet sitesinde Eğitim/Tanıtım bölümünden takip edilebilir.

Temmuz, Ağustos, Eylül aylarında gerçekleşmesi planlanan lisanslama sınavlarına hazırlık eği-

timlerimizin detayları tabloda yer almaktadır.

VOB Eğitimleri

XVII. dönem VOB-Üye Temsilcisi eğitimi 06-13 Haziran 2005 tarihlerinde, XVIII. dönem VOB-Üye Temsilcisi eğitimi ise 20-27 Haziran 2005 tarihlerinde tamamlanmıştır. 28 Haziran 2005 tarihinde XII. Dönem VOB-Uygulama eğitim programı gerçekleştirilmiştir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Eğitimleri		
Eğitim Adı	Düzenlenen Eğitim Sayısı	Katılımcı Sayısı
VOB Üye Temsilcisi	18	388
VOB Uygulama Eğitimi	12	174
TOPLAM	30	562

İtalya Sermaye Piyasası

Birliğimiz, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne üyelik müzakereleri sürecinde AB üyesi ülkelerin sermaye piyasalarının yapılarını ve geçirdikleri evreleri inceleyen çalışmalar yürütmektedir. Bu ayki raporumuzda İtalya sermaye piyasasını incelemekteyiz.



Ekin Fıkrıkoca
Araştırma ve İstatistik

DÜZENLEME

İtalya sermaye piyasasında düzenleyici kurum, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, kısaca Consob'dur. 1974'te kurulan Consob, İtalya Merkez Bankasıyla işbirliği halinde çalışmaktadır. Finansal sistemin denetlenmesinde Consob ile İtalya Merkez Bankasının yetki ayrımları ve işbirlikleri kanuni düzenlemelerle açıkça tanımlanmıştır.

Consob'un hedefi yatırımcıyı korumaktır. Bu bağlamda Consob,

- Sermaye piyasası katılımcılarının şeffaflığını ve dürüst davranmasını,
- Kote şirketlerin yatırımcıyı yerli ve doğru şekilde aydınlatmasını,
- Halka arz edilecek menkul

kıymetlerin prospektüslerinin doğru bilgileri yansıtmasını,

- Kayıtlı denetçilerin düzenlemelere uygunluğunu, temin etmektedir.

Consob, 1995 yılından beri kısmen devlet bütçesinden, kısmen de sermaye piyasası katılımcılarının (aracı kuruluşlar, borsalar, halka açılan şirketler vs.) ödediği her yıl belirlenen sabit harçlar ve kurum başına belirlenen gider katılım paylarıyla finanse edilmektedir.

BORSA ITALIANA GRUBU TARİHÇE

Milano Borsası 19. yüzyıl başında Napolyon'un yönetimi altında devlet tarafından kurulmuştur. Bir ulus-devlet yapısı oluşmadan önce, bugün İtalya sınırları içerisinde bulunan Torino, Cenova, Floransa, Napoli, Roma, Venedik, Palermo, Messina, Leghorn gibi şehirlerde başka pek çok borsa bulunmaktaydı. İtalya'nın bir ulus-devlet olarak yapılanması 1861 yılında Birleşik İtalya Krallığının kurulmasından sonra mümkün olabilmıştır. Siyasi birleşmenin gerçekleşmesinin ardından yerel borsalar faaliyetlerine devam etmiştir.

Borsalar genel olarak yerel tica-

ret odaları tarafından yönetilmekteydi. Ayrıca, borsa simsarları da yönetimlerinde yer almaktaydı. 19. yüzyıl sonlarında Milano, İtalyan borsaları arasında ana finans merkezi olarak öne çıkmaya başlamıştır. 1990'lı yılların ortalarında, 9 yerel borsa ile Milano Borsası birleşmiş, Milano İtalya'nın tek borsası haline gelmiştir.

1998 yılında dünyadaki küreselleşme ve liberalleşme gerçeği karşısında, daha rekabetçi bir sermaye piyasası yapısına ulaşmak amacıyla İtalya Borsasının özelleştirilmesine karar verilmiştir. Bu sayede, Borsanın mülkiyeti ve kontrolünün tüm piyasayı temsil edecek şekilde aracı kuruluşlarla (yerli ve yabancı) ihraççıların eline geçmesinin sağlanması hedeflenmiştir. Ayrıca Borsa piyasası kurallarının belirlenmesi yetkisi verilerek piyasanın büyüme trendlerini tespit edip yönlendirmesine imkan tanınmıştır.

AB'nin sermaye piyasası ile ilgili temel direktifi olan 93/22 sayılı Yatırım Hizmetleri Direktifi, İtalya'da 1996 yılında çıkarılan bir kanunla benimsenmiştir. Bu kanun aynı zamanda Borsanın özelleştirilmesini de öngörmüştür.

Borsa Italiana şirketi, 1997 yılı Şubat ayında, o sırada Borsanın

tek ortağı olan İtalyan Borsa Meclisi (Consiglio di Borsa) kararıyla kurulmuştur. Şirketin amacı, daha önce İtalyan Borsa Meclisi tarafından yürütülen finansal piyasaların düzenli bir şekilde işleyişini sağlamak ve yönetimini gerçekleştirmek olarak belirlenmiştir. Şirket, piyasaların gelişimini, likiditenin, şeffaflığın ve rekabet gücünün artırılmasını sağlarken, kar amacı gütmektedir.

Şirketin özelleştirilme sürecini Hazine Bakanlığı ihale şeklinde yürütmüştür. Ancak, oy hakkı bulunan hisse senetlerinin %51'lik bölümü AB içinde işlem yapma yetkisine sahip yerli ve yabancı aracı kuruluşlara ayrılmıştır. İhale süreci 2-8 Eylül 1997 dönemini kapsamıştır. Daha sonra, şirket yönetimi belirlenmiş ve Aralık 1997'de işlem kuralları kabul edilmiştir. Consob'un işlem kurallarını onaylamasından sonra, Borsa yeni şirket çatısı altında 2 Ocak 1998 tarihinde faaliyete geçmiştir.

Özelleştirmeden önce ve sonra piyasayla ilgili düzenlemelerde yetki dağılımı aşağıda verilmiştir. Borsa Italiana ilk olarak yeni finansal enstrümanların kotasyonuna izin veren ve likiditeyi arttırmaya yönelik düzenlemeler yapmıştır.

1998 yılı başında çıkarılan Konsolide Finans Sektörü Kanununun yanı sıra, Consob da çıkardığı yeni düzenlemelerle, avroya geçiş öncesinde sermaye piyasası düzenlemelerinin daha anlaşılabilir, formalitelerden arınmış ve esnek bir yapıda olmasını hedeflemiştir.

BORSA ITALIANA GRUBU YÖNETİMİ

Şirketleşmenin ardından, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumları satın alarak bir holding olarak örgütlenen Borsa Italiana grubunun ortakları ileri gelen İtalyan bankaları ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılardır.

Şirketin yönetim kurulu, başkan, genel müdür, genel müdür yardımcısı ve 12 üyeden oluşmaktadır. Denetim kurulunda başkan, iki aktif denetçi ve iki yedek denetçi bulunmaktadır. Yönetim ve denetleme kurulu üyeleri üç yıllığına seçilmektedir.

Borsa Italiana grubu 1998 yılı Mayıs ayında kamu kağıtları vadeli işlemler borsası MIF'i bünyesine katmıştır. 1998'de alınan kararlar, 2000 yılı Nisan ayında takas ve garanti merkezi Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G)'de çoğunluk hissesini ele geçirmiştir. Grup, 2000 yılı Aralık ayında da mutabakat (clearing) ve takas hizmeti sunan Monte

Titoli şirketinin kontrolünü almıştır. Borsa 2001 yılında %65'lik payla Bit Systems isimli sermaye piyasalarına bilgi işlem hizmeti sunan bir şirket kurmuştur. 2002 yılında ise bir kongre ve eğitim merkezi olan Piazza Affari kurulmuştur.

BORSA

Borsa Italiana, grubun amiral gemisi olup, İtalyan borsasının teşkilatı ve yönetiminden sorumludur. Şirketin sorumlulukları şöyledir:

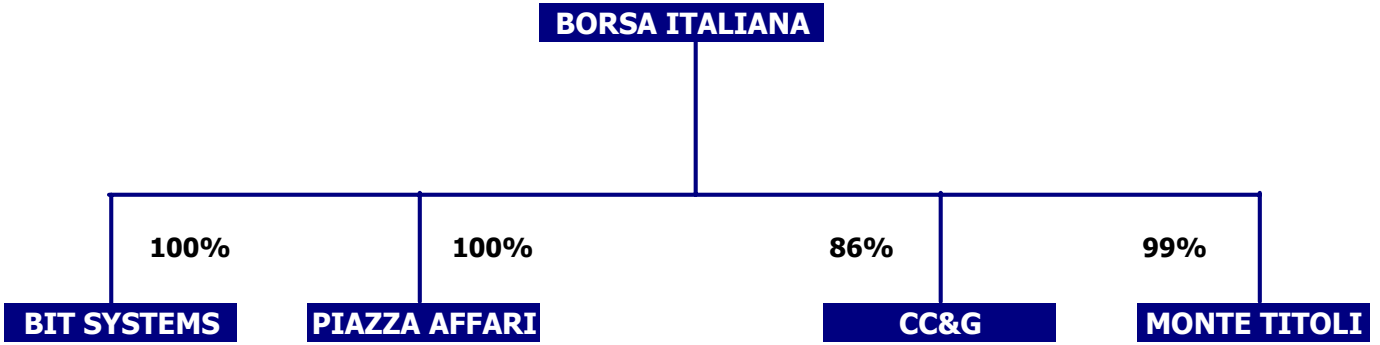
- Piyasaların işleyiş kurallarını ve teşkilatını belirlemek,
- Sermaye piyasasında kote olma kurallarını belirlemek,
- Piyasayı yönetmek ve düzenlemek,
- Kote şirketlerin kamuya açıklamalarını denetlemek.

BIT SYSTEMS

Bit Systems 2001 yılında Borsa Italiana (%65) ile özel bir bilişim şirketi olan SIA (%35) arasında bir ortak girişim olarak kurulmuştur. Mart 2004'te Borsa Italiana şirketin tümüne sahip olmuştur.

Şirketin faaliyet alanı, sermaye piyasasında bilgi işlem alanında faaliyet gösteren kamu ve özel sektör kurumlarına proje geliştirme ve danışmanlık hizmeti sunmaktır. Şirket ayrıca Borsa Italiana grubunun bilgi işlem sisteminin yönetimi ve geliştirilmesinden de sorumludur. Piyasada işlem, mutabakat ve saklama hizmetleriyle, veri dağıtım sistemlerini yönetmektedir.

Yetki	Önce	Sonra
Finansal araçların kota alınması, kottan çıkarılması	CONSOB	Borsa Italiana
Finansal araçların işleme açılması, işlemlerin durdurulması	CONSOB	Borsa Italiana
Piyasa yapısının şekillendirilmesi	CONSOB	Borsa Italiana
Veri dağıtımı	İtalyan Borsa Meclisi	Borsa Italiana



PIAZZA AFFARI

1990'larda İtalyan borsasında tahta sisteminden elektronik platformlara geçilmesiyle işlevini yitiren işlem salonu, Borsa Italiana grubu tarafından değerlendirilmiştir. Borsa Italiana'nın %100 iştiraki olan Piazza Affari eski işlem salonunu bir kongre ve eğitim merkezi olarak işleten bir şirkettir. Merkez yalnızca finans sektörüne değil, tüm İtalyan ve yabancı organizasyonlara açıktır.

CASSA DI COMPENSAZIONE E GARANZIA

Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) İtalyan hisse senetleri (warrant, borsa yatırım fonları ve yatırım fonları dahil olmak üzere), türev ürünleri ve İtalyan kamu kağıtları piyasalarında merkezi karşı taraf işlevini yürütmektedir.

CC&G 1992 yılı Mart ayında kurulmuştur. 2000 yılı itibarıyla şirketin ana hissedarı Borsa Italiana olmuştur. Borsa Italiana'nın CC&G'deki payı %86'dır.

CC&G faaliyetlerini İtalyan merkez bankası ve Consob gözetiminde sürdürmektedir.

CC&G üyeliğinde mutabakat (clearing) üyeliği ve mutabakat yapmayan üyelik ayrımı bulunmaktadır. Mutabakat üyeliği içerisinde de genel üyelik veya bireysel üyelik seçimi yapmak mümkündür. Mutabakat üyesi olmayan aracı kuruluşlar, genel mutabakat üyesi kurumlarını kullanmaktadır. Mutabakat üyeliği için finansal ve teknik/organizasyonel koşullar bulunmaktadır.

MONTE TITOLI

Monte Titoli 1978 yılında İtalyan Merkez Bankası, Otomasyon Sorunları için Bankalararası Konvansiyon ve İtalyan Aracı Kuruluşlar Birliğinin inisiyatifiyle menkul kıymet transferini kolaylaştırmak ve saklama görevini yerine getirmek amacıyla kurulmuştur. Şirketin faaliyete geçmesi ise 1981 yılında gerçekleşmiştir.

1986 yılında yapılan bir düzenlemeyle Monte Titoli İtalyan menkul kıymetleri için merkezi saklama kuruluşu haline gelmiştir. Kamu kağıtları da bu kapsama 2000 yılında alınmıştır.

Monte Titoli 2000 yılında İtalyan Merkez Bankası ve Consob'un verdiği izinle türev ürünler hariçindeki finansal araçların mutabakat ve takasını yapmaya baş-

lamıştır. Şirket, daha önce İtalyan Merkez Bankası tarafından işletilen mutabakat sisteminin takasını gerçekleştirmektedir. Aynı sene şirket sermayesinin çoğunluğu Borsa Italiana grubuna geçmiştir. Aralık 2002'de Borsa Italiana, şirketteki payını %99'a çıkarmıştır.

BORSA ITALIANA PİYASALARI

Borsa Italiana'da hisse senedi, sabit getirili menkul kıymetler ve türev araçlar işlem görmektedir.

HİSSE SENETLERİ

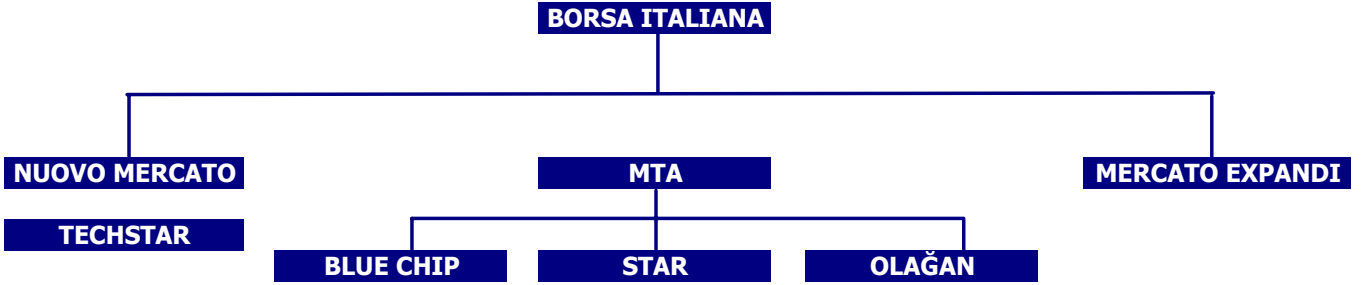
İtalya borsasında, üç farklı pazar bulunmaktadır:

- Ana Pazar, MTA isimli elektronik platformdur.
- Nuovo Mercato, yüksek büyüme potansiyeli bulunan şirketlere ayrılmıştır.
- Mercato Expandi ise, küçük boyutlu işletmelere ayrılmıştır.

MTA

Elektronik hisse senedi piyasası olan Mercato Telematico Azionario'da (MTA) hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, rüçhan hakkı kuponları ve warrant'lar işlem görebilmektedir.

MTA piyasasında finansal ens-



trümanlar 2003 yılı Temmuz ayı sonundan beri piyasa değerlerine göre farklı bölümlerde işlem görmektedir. Ancak, genel kural olarak hisse senetlerinde kote olmak için gereken temel şartlar şöyledir:

- En az 20 milyon avroluk piyasa değeri öngörülmesi,
- Aynı tür hisse senetlerinin en az %25'inin halka açık olması (senetlerin piyasa değeri yüksekse daha küçük bir oranda halka açıklık da kabul edilmektedir.)

Özel sektör hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerinin kote olması için en azından 5 milyon avroluk bir borç karşılığı çıkarılmış olması gerekmektedir.

Blue Chip bölümünde, en az 800 milyon avro piyasa değerine sahip olan şirketler işlem görebilmektedir.

Star bölümünde piyasa değeri 800 milyon avronun altında kalan orta ve küçük ölçekli şirketler işlem görmektedir. Ancak, bu şirketlerin kamuyu aydınlatma konusunda daha fazla yükümlülükleri bulunmaktadır. Ayrıca bu şirketlerin yönetim kurullarında bağımsız üyelerin bulunması ve iç denetim komitesi kurulması gibi kurumsal yönetim kurallarına uyma zorunlulukları ve likidite

yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu bölüm 2001 yılı Nisan ayında açılmıştır.

Star bölümünde işlem gören şirketlerin likiditesini sağlamak için uzmanların bulunması gerekmektedir. Uzmanların fiyat yayınlamanın yanı sıra, araştırma raporu yayınlama ve şirket yöneticileri ile profesyonel yatırımcıları buluşturan toplantılar düzenleme yükümlülüğü bulunmaktadır.

Olağan bölümde, Star bölümde yer almayan ve piyasa değeri 800 milyon avronun altında kalan küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin senetleri işlem görmektedir.

Şirketlerin farklı pazar bölümlerinde işlem görmesi uygulamasına 1 Nisan 2001 tarihinde başlanmıştır. Borsa Italiana bu ihtiyacın hem büyük ölçekli şirketler, hem de önemli sayıda orta ve küçük ölçekli şirketlerin faaliyette bulunduğu İtalyan ekonomisinin yapısını yansıttığı düşünülmektedir.

MTA'da şirketler her yıl Mart ve Eylül aylarında değerlendirilmektedir.

- S&P veya MIB endekslerine dahil olmayan Blue Chip şirketlerinin piyasa değeri 800

milyon avronun altına düştüğünde, Olağan bölüme alınmaktadır.

- Olağan bölümde işlem gören şirketlerin piyasa değeri 800 milyon avroyu aştığı takdirde, Blue Chip bölüme geçmektedir.
- Star bölümünde işlem gören şirketlerin piyasa değeri 800 milyon avroyu aştığı takdirde, Blue Chip bölüme geçmektedir. Mib30 endeksine dahil olmayan şirketler Star bölümünde kalabilmektedir.

MTA bölümlerinde işlem gören menkul kıymetler (hisse senedi, warrant, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil) Mart 2005 itibarıyla yeniden değerlendirilmiştir. Bu sınıflamaya göre menkul kıymet sayıları şöyledir.

Blue Chip bölümünde toplam 127 menkul kıymet tanımlanmıştır. Bunların 110'u hisse senedi, 7'si hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, 10'u da warrant'tır.

Star bölümünde toplam 52 menkul kıymet tanımlanmıştır. Bunların 49'u hisse senedi, 3'ü hisse senedine dönüştürülebilir tahvildir.

Olağan bölümde toplam 118 menkul kıymet tanımlanmıştır. Bunların 108'i hisse senedi, 3'ü

Borsa-MTA Bölümleri	2003	2004	May.05
Kote Hisse Sayısı	266	264	263
Blue Chip	100	105	108
Star	43	49	48
Olağan-Sınıf 1	115	100	100
Olağan-Sınıf 2	8	10	7
Piyasa Değeri (mn €)	474,553	568,902	596,835
Blue Chip	444,860	536,316	559,016
Star	8,859	12,286	14,239
Olağan-Sınıf 1	20,479	19,830	23,199
Olağan-Sınıf 2	355	470	381
İşlem Hacmi (mn €)	664,626	712,933	376,116
Blue Chip	654,070	701,521	366,105
Star	3,703	4,767	4,686
Olağan-Sınıf 1	6,842	6,630	5,315
Olağan-Sınıf 2	11	15	10

Kaynak: Borsa Italiana

hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, 7'si de warrant'tır.

MTA'da Star bölümünde spezialist bulunması zorunludur. Diğer bölümlerde ise ihraççı şirketlerin, menkul kıymetlerinin likiditesini desteklemek amacıyla spezialist kullanmalarına imkan tanınmaktadır. S&P ve Mib endekslerine dahil olmayan Blue Chip menkul kıymetleri ile, Olağan bölümde sürekli müzayede ile işlem gören ("1. sınıf") menkul kıymet ihraççıların spezialistlerle anlaşma imkanı bulunmaktadır. Menkul kıymetler, yeterli likiditeyi sağlayama-

MTA piyasalarına ilişkin veriler tabloda sunulmuştur. Blue Chip bölümünde işlem gören hisse senedi sayısı, toplam hisse sayısının yarısından az olmasına rağmen, piyasa değeri ve işlem hacmi açısından piyasanın neredeyse tümünü oluşturmaktadır.

İtalyan borsası, MTA için aşağıdaki endeksleri günlük olarak yayınlamaktadır:

S&P/MIB: Standard & Poor's ile hazırlanan bu endeks piyasa değeri ve likidite kriterlerine göre belirlenen 40 hisse senedinden

dıkları takdirde müzayede sistemiyle ("2. sınıf") işlem görmeye başlamaktadır. Müzayede sisteminde açılış ve kapanış ihaleleri suretiyle günde yalnızca 2 kez fiyat belirlenmektedir. Sürekli müzayede sisteminde ise, seans içinde her an bir fiyat oluşabilmektedir.

oluşmaktadır. 2003 yılı Haziran ayından beri hesaplanan bu endeks vadeli işlem ve opsiyonlara da baz oluşturmaktadır. Bu endekse dahil hisseler, Mayıs 2005 itibarıyla toplam piyasa değerinin %78'ini oluşturmaktadır.

MIB 30: Piyasa değeri ve işlem hacmi açısından en büyük 30 şirketi yansıtan bu endeks de türev ürünler için baz teşkil etmektedir. Bu endeks S&P/MIB endeksinden önce ana gösterge niteliğinde kullanılan endekstir.

MIDEX: MIB 30 hisselerinden sonra gelen 25 şirket için hesaplanan bu endeks de vadeli işlemlere baz oluşturmaktadır.

MIBTEL: İtalyan borsasında işlem gören tüm senetleri yansıtmaktadır. Yeni eklenen senetler vs. ile ilgili revizyon yıllık olarak yapılmaktadır.

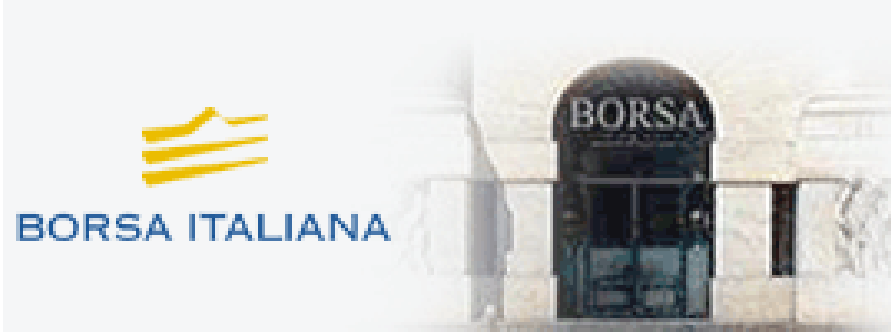
MIB: Bu endeks de tüm hisseleri içermektedir, ancak MIBTEL'den farkı, revizyonların (örneğin yeni bir hissenin katılımı) her gün yansıtıyor olmasıdır.

Sektörel MIB: Sanayi, hizmet ve finans sektörleri, ve bu sektörlerin içinde yer alan alt sektörlerle ilişkin 20 ayrı endeks yayınlanmaktadır.

MIB Star: 2005 yılında hesaplanmaya başlanan endeks, MTA Star bölümünde işlem gören tüm senetleri yansıtmaktadır.

Ayrıca, MTA ve NM'de Star bölümünde işlem gören tüm hisseleri yansıtan All Stars endeksi de mevcuttur.





MTA'da Haziran 2005 itibariyle 101 aracı kuruluş faaliyet göstermektedir. Aracı kuruluşlar, İtalya ve diğer AB üyesi ülkelerin bankaları ve yatırım firmaları ile İtalyan broker'lardan oluşmaktadır.

Nuovo Mercato-TechSTAR

Nuovo Mercato yüksek büyüme potansiyeli olan şirketlerin işlem görmesi amacıyla kurulmuştur. Bu pazarın kurulması, 1998 yılında çıkan Konsolide Finans Sektörü Kanunu çerçevesinde öngörülmüştür. Bu pazarda hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller ve warrant'lar işlem görebilmektedir.

Bu pazarda işlem görmek için ihraççı şirketlerin özsermayesinin en az 3 milyon avro olması gerekmektedir. Ayrıca, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin varlığı ve iç denetimle ilgili şartlar da bulunmaktadır.

Hisse senetlerinin bu pazarda işlem görebilmesi için gereken şartlar şöyledir:

- Halka açık kısmın 5 milyon avro ve 100.000 payı geçmesi,
- Aynı tür hisse senetlerinin en az %30'unun halka açık olması (yüksek bir piyasa değeri olması durumunda, bu oran düşebilmektedir). Asgari halka açıklık oranı 2003 yılı Mart

ayından itibaren %20'den %30'a çıkarılmıştır.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller için, bu tahvillerin en azından 5 milyon avroluk borç karşılığı çıkarılmış olması gerekmektedir.

Warrant'larda ise, dönüşüm hissesinin de Nuovo Mercato (NM) piyasasında işlem görmesi veya warrant'larıyla eş anlı olarak işlem görmeye başlaması gerekmektedir.

2004 yılı Şubat ayından itibaren bu pazarda TechSTAR isimli yeni bir bölüm (segment) açılmıştır. Bu bölüme ve aynı isimle kurulan endekse girmek için belirleyici etken şirketlerin sürdürülebilir bir büyüme vaadinde bulunmasıdır.

TechSTAR üyeliği için şirketlerin aşağıdaki ilave kriterleri yerine getirmesi gerekmektedir.

- Nitel kriterler: Şirketin yıllık mali tablolarının açıklanması ve olumlu denetçi görüşü, şirket veya iştirakleri için bir iflas prosedürünün başlamamış olması gibi
- Ekonomik ve mali kriterler: Sürdürülebilir büyümeyi taahhüt etmesi açısından şirketin aşağıdaki şartlardan birini yerine getirmesi gerekmektedir:

1. Konsolide faaliyet karının pozitif olması ve yönetim kurulu tarafından onaylanmış son mali tablolara göre son 1 veya 2 yılda 1 milyon avro artış göstermesi,
2. Konsolide mali borçların (mutlak rakam) konsolide faaliyet karına oranının pozitif olması ve 6 veya daha küçük bir sayıya eşit olması.

Konsolide net borç pozisyonu pozitif olan şirketler, eğer faaliyet karı elde ediyorlarsa TechSTAR endeksine dahil olabilmektedir.

Biyoteknoloji ve yatırım şirketleri için, bu sektörlerin özelliklerini yansıtan ilave kriterler bulunmaktadır.

Yasal şartların dışındaki koşulların yerine getirilip getirilmediği yılda iki kez kontrol edilmektedir.

NM'de işlem gören menkul kıymetlerin tek bir uzmanı ("specialist") olması gerekmektedir. Uzmanın, menkul kıymetin halka arzını gerçekleştiren şirket olması zorunluluğu bulunmaktadır. Uzmanın araştırma raporu yayınlama ve ihraççı şirket yöneticileri ile yatırımcıları buluşturan toplantılar düzenleme gibi, fiyat açıklama dışında yükümlülükleri de bulunmaktadır. (İtalyan sermaye piyasasında "piyasa yapıcısı" tabiri yalnızca türev araçlarda kullanılmaktadır.)

Haziran 2005 itibariyle Nuovo Mercato'da 38 hisse senedi işlem görmektedir. Bunlardan 26'sı

TechSTAR'da işlem görürken, 12'si genel Nuovo Mercato bölümündedir. Nuovo Mercato'da faaliyette bulunan 12 adet spesialistin 2'si tanesi yalnızca Nuovo Mercato hisselerinde faaliyette bulunurken, kalan 10 tanesi hem genel NM'de, hem de TechSTAR bölümünde faaliyette bulunmaktadır.

Nuovo Mercato'da yukarıda belirtildiği üzere, tüm TechSTAR bölümündeki şirketleri içeren bir endeks açıklanmaktadır. Tüm NM hisselerini yansıtan endeksler, TechSTAR'ın hesaplanmaya başladığı 2005 yılından itibaren hesaplanmamaktadır.

Mercato Expandi

1998 yılında çıkan Konsolide Finans Sektörü Kanunu çerçevesinde öngörülmüştür. Bu pazarda hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller ve warrant'lar işlem görebilmektedir.

Hisse senetlerinin bu pazarda işlem görebilmesi için gereken şartlar şöyledir:

- En az 1 milyon avroluk piyasa değeri öngörülmesi,
- Aynı tür hisse senetlerinin en az %10'unun halka açık olması ve halka açık kısmın değerinin 750.000 avroyu geçmesi.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller için, bu tahvillerin en azından 500.000 avroluk borç karşılığı çıkarılmış olması gerekmektedir.

Warrant'larda ise, dönüşüm hisselerinin de Expandi piyasasında işlem görmesi veya warrant'larıyla eş anlı olarak iş-

lem görmeye başlaması gerekmektedir.

Haziran 2005 itibariyle Mercato Expandi'de 14 menkul kıymet işlem görmektedir.

Mercato Expandi'de de ihraççı şirketler spesialistler ile anlaşabilmektedir. Bu durumda, bu menkul kıymetler, eğer ihraççı isterse, sürekli müzayede sistemiyle ("1. sınıf") işlem görebilmektedir. Aksi takdirde müzayede sistemi ("2. sınıf") geçerli olmaktadır.

Mercato Expandi'de tüm senetleri yansıtan MEX endeksi ile sektörel MEX-Banka ve MEX-Diğer endeksleri açıklanmaktadır.

MTA'da işlem yapan aracı kuruluşlar Mercato Expandi'de işlem yapabilmektedir.

Kapanış Sonrası Piyasa

İtalyan Borsası Mayıs 2000'de organize piyasa kapanışı sonrası işlem yapmaya olanak tanıyan "kapanış sonrası piyasayı" (Trading After Hour-THA) faaliyete sokmuştur. Bu piyasa uluslararası piyasalardaki gelişmelere göre piyasa portföylerini ayarlamaları gereken yatırımcıların talebine cevap vermek üzere yaratılmıştır.

Piyasa iki bölüme ayrılmıştır:

- THA bölümünde MIB 30, S&P/MIB ve MIDEX endekslerinde yer alan senetler ve menkul kıymetleştirilmiş türevler (covered

warrant, sertifika) işlem görebilmektedir. Blue Chip ve Star bölümlerinde yer alıp, bu endekslere dahil olmayan şirket senetleri, eğer spesialistleri varsa, yine kapanıştan sonra işlem görebilmektedir.

- THAnm bölümünde Nuovo Mercato senetleri ayrı bir bölümde işlem görmektedir. Bu senetlerde spesialistler bulunmaktadır.

Bu piyasada işlem görmek/yapmak için ihraççılar/aracı kuruluşlar için normal piyasa üyeliğine ilave koşullar bulunmamaktadır. Burada oluşan fiyatlar ertesi gün için normal seans işlemlerine baz oluşturmamaktadır. İşlemler MTA'nın işlem platformunda yapılmaktadır.

Kapanış sonrası piyasada, MTA'dakine benzer MIBTEL-s ve MIB 30-s endeksleri yayınlanmaktadır.

Hisse Senedi Piyasası Verileri

İtalyan borsasında işlem gören yerli şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerleri tabloda verilmiştir.

MTA'da işlem gören hisse senetleri, toplam yerli şirketlerin piyasa değerinin %98'ini oluşturmaktadır.

Piyasa Değeri (mn €)	2003	2004	May.05
Piyasa Değeri - Yerli	487,446	580,881	610,979
MTA	474,554	568,901	596,835
Nuovo Mercato	8,265	6,674	7,956
Mercato Expandi	4,628	5,306	6,189

Kaynak: Borsa Italiana

YATIRIM FONLARI

Borsa yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları MTA'da ayrı bir bölüm olarak organize edilmiş Mercato Telematico Fondi'de (MTF) işlem görmektedir.

Bu pazarda işlem gören 24 borsa yatırım fonu bulunmaktadır. 25 adet de gayrimenkul yatırım ortaklığı bulunmaktadır.

MTA'da işlem yapan tüm aracı kuruluşlar ayrı bir koşul olmadan bu bölümde işlem yapabilmektedir.

TÜREV ÜRÜNLER

Türev ürünlerde İtalyan borsasında iki farklı yapılanma söz konusudur:

- IDEM: Hisse senedi türevlerinin işlem gördüğü piyasadır.
- SEDEX: Menkul kıymetleştirilmiş türev ürünlerin işlem gördüğü piyasadır.

IDEM

İtalyan hisse senedi türevleri piyasası IDEM (Italian Derivatives Market) 1994 yılı Kasım ayında faaliyete geçmiştir. Piyasada öncelikle endeks bazlı ürünler ihraç edilmiş, daha sonra doğrudan hisse senetleri üzerine sözleşmeler de sunulmuştur.

Bu piyasada sunulan ilk ürün MIB 30 endeksi üzerine vadeli işlem sözleşmeleri olan FIB 30 olmuştur. 1995'de, MIB 30 endeksi üzerine opsiyon sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır.

S&P/MIB endeksinin kullanılmasına başlamasının ardından, Eylül 2004'ten itibaren opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinde bu endeks MIB 30'un yerine geçmiştir.

2000 yılında bireysel yatırımcılar göz önünde bulundurularak MIB 30 endeksi üzerine daha küçük

tutarlı mini FIB vadeli işlem kontratları sunulmuştur.

1996 yılında ise, 6 hissede hisse senedi opsiyon sözleşmeleri sunulmuştur. Halihazırda 40 hissede opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Hisseler çoğunlukla S&P/MIB endeksine dahildir.

2002 yılında, hisse senetleri üzerine de vadeli işlemler başlamıştır. 5 senetle başlayan vadeli işlemler, şu anda 22 senede ulaşmıştır.

Bu pazarda kontrat sayısı ve açık pozisyon sayısında hisse senedi opsiyonları birinci sırada gelmektedir. Son dönemde İtalyan türev piyasasındaki büyüme temel olarak hisse senedi opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinden kaynaklanmıştır. Hisse senedi opsiyonları, işlem hacimlerine göre A ve B gruplarına ayrılmaktadır. Bu sınıflandırma yılda 2 kez revize edilmektedir.

IDEM İşlem Hacmi	2003	2004	Oca-May 2005
Endeks Vadeli			
Kontrat Sayısı	4,264,244	3,331,843	1,471,774
Açık Pozisyon	14,687	21,066	25,503
Mini Endeks Vadeli			
Kontrat Sayısı	2,570,238	1,485,112	522,602
Açık Pozisyon	6,176	3,069	3,045
Endeks Opsiyon			
Kontrat Sayısı	2,505,351	2,220,807	1,017,856
Açık Pozisyon	93,528	132,234	166,378
Hisse Senedi Vadeli			
Kontrat Sayısı	468,083	1,734,256	2,656,327
Açık Pozisyon	15,701	49,754	475,234
Hisse Senedi Opsiyon			
Kontrat Sayısı	7,924,078	9,500,498	4,810,620
Açık Pozisyon	944,484	1,441,003	1,981,151
Toplam			
Kontrat Sayısı	17,731,994	18,272,516	10,479,179
Açık Pozisyon	1,074,576	1,647,126	2,651,311

Kaynak: Borsa Italiana

IDEM'de faaliyet gösteren 77 aracı kuruluş bulunmaktadır. Bu aracı kuruluşlardan 21 tanesi piyasa yapıcısı olarak faaliyet göstermektedir.

Piyasa yapıcılar Aralık 2003'ten beri iki sınıfa ayrılmaktadır:

- Birincil piyasa yapıcılar: Devamlı olarak fiyat vermektedir.
- Piyasa yapıcılar: Müşteri talebi geldiği takdirde fiyat vermektedir. Bu piyasa yapıcılığı tipi yalnızca endeks ve hisse senedi opsiyonları için geçerlidir.

2004 yılı Kasım ayından beri piyasa yapıcıların yanı sıra,

spesialistler de aynı sınıflamayla likiditeyi destekleyebilmektedir. Spesialistler, piyasa yapıcılardan farklı olarak, işlem gören menkul kıymetle aynı grup şirketi olabilir.

Bu piyasada merkezi karşı taraf pozisyonu CC&G tarafından üstlenilmektedir. IDEM üyesi aracı kuruluşlar CC&G'ye mutabakat (clearing) üyesi, veya mutabakat yapmayan üye olarak iki şekilde baş vurabilmektedir.

SEDEX

SEDEX'te menkul kıymetleştirilmiş türevler işlem görmektedir. Bu ürünler 2004 yılı Nisan ayından itibaren aşağıdaki şekilde sınıflandırılmıştır.

1. Covered warrant'lar baz alınan menkul kıymeti alma/satma imkanı tanıyan enstrümanlardır. SEDEX piyasasında iki bölümde işlem görmektedir.

- Standart (plain vanilla) covered warrant: Alım ya da satım opsiyonundan oluşur.
- Standart olmayan (structured/

exotic) covered warrant: Alım ve satım opsiyonlarını birleştirir, veya egzotik opsiyonlar içerir.

2. Sertifikalar, baz alınan menkul kıymetin performansını kopyalayan ürünlerdir. SEDEX piyasasında iki bölümde işlem görmektedir:

- Kaldıraç sertifikaları: baz alınan menkul kıymetin performansını bir kaldıraç etkisiyle kopyalar.
- Yatırım sertifikaları: Bu sertifikalar da ikiye ayrılır:
 - ✓ A tipi: Baz alınan menkul kıymetin performansını kopyalar.
 - ✓ B tipi: Baz alınan menkul kıymetin performansını kopyalamakla beraber, ek olarak structured veya egzotik opsiyonlar içerir.

Covered warrant ve sertifikalar, baz alınan menkul kıymetin ihraççısından farklı bir ihraççı tarafından çıkarılmalıdır.

Bu pazarda baz alınan ürünler

aşağıdakiler olabilir. Bu ürünlerle oluşturulan karmaşık ürünler de baz alınabilir.

- Hisse senetleri (AB, ABD, Japonya senetleri dahil)
- Kamu kağıtları
- Faiz oranları
- Yabancı para (USD, Yen)
- Endeksler (Uluslararası endeksler dahil)
- Emtia

İşlemlerde ağırlık standart covered warrant'lardadır. Baz alınan menkul kıymetler ise, ağırlıklı olarak İtalyan endeksleridir.

Borsa Italiana'da işlem yapan ve SEDEX'in koyduğu organizasyonel, profesyonel ve teknolojik şartları yerine getiren aracı kuruluşlar bu piyasada işlem yapabilmektedir. Haziran 2005 itibarıyla, SEDEX'te 63 aracı kuruluş işlem yapmaktadır.

Piyasada Haziran 2005 itibarıyla 16 ihraççı, ve bu ihraççılara denk düşen 14 spesialist vardır. Genelde ihraççı şirketlerin (aracı kuruluşlar) ihraççılarında kendileri veya grup şirketleri spesialist olarak belirlenmiştir. Yalnızca, bir İtalyan bankası üç yabancı bankanın ihraççaları için spesialist olmuştur. Spesialistler alım/satım fiyatları açıklamakla yükümlüdür.

Bu piyasada işlemlerin takası Monte Titoli'nin mutabakat sistemi tarafından yapılmaktadır.

SEDEX	Ocak-Mayıs	
	2004	2005
Kote Menkul Kıymet Sayısı	3,021	4,260
Standart Covered Warrant	2,284	3,442
Standart Olmayan Covered Warrant	15	35
Kaldıraç Sertifikaları	225	271
Yatırım Sertifikaları	497	512
İşlem Hacmi (mn €)	16,468	15,013
Standart Covered Warrant	10,396	11,397
Standart Olmayan Covered Warrant	11	12
Kaldıraç Sertifikaları	969	1,275
Yatırım Sertifikaları	3,274	2,330
Diğer*	1,819	--

Kaynak: Borsa Italiana

*Nisan 2004'ten beri yürürlükte olan yeni sınıflandırmaya dahil edilemeyen sertifikalar ve standart olmayan warrant'ları göstermektedir.

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER MOT

Mercato Telematico delle Obligazioni e Titoli di Stato (MOT) kamu kağıtları ile şirket tahvillerinin işlem gördüğü piyasadır. 1994 yılında kurulan MOT, Milan borsası ve diğer 9 yerel borsayı İtalyan borsasını tek bir elektronik piyasada birleştirmiştir.

Finansal araçlar farklı bölümlerde işlem görmektedir:

- Kamu kağıtları
- Avro cinsinden tahviller
- Yabancı para cinsinden tahviller

Özel sektör tahvillerinin kote olması için en azından 15 milyon avroluk bir borç karşılığı çıkarılmış olması gerekmektedir.

Haziran 2005 itibarıyla 63 aracı kuruluşun faaliyet gösterdiği piyasada, avro cinsinden 281 tahvil, yabancı para cinsinden 2 tahvil işlem görmektedir. Ayrıca 103 adet kamu sabit getirili

menkul kıymeti işlem görmektedir. Kote olan pek çok özel sektör tahvili bulunmasına rağmen, özel sektör SGMK'larının işlem hacmi, kamu kesimi SGMK hacminin onda biri kadardır.

EUROMOT

Yerli veya yabancı, kamu veya özel eurobond'lar ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin işlem gördüğü EuroMOT piyasası 1999 yılı Aralık ayında kurulmuştur.

Eurobond'ların kote olması için en azından 15 milyon avroluk bir borç karşılığı çıkarılmış olması gerekmektedir.

VDMK'lar en azından "yatırım yapılabilir" derecesine (S&P için AAA/BBB- aralığı) sahip olmalıdır. En düşük pay 50 milyon avroluk olmalıdır.

EuroMOT'ta, likidite sağlaması için, en azından bir spesialist seçilmelidir. Haziran 2005 itibarıyla kote olmuş 67 menkul kıymet bulunmakta ve 38 aracı kuruluş işlem yapmaktadır.

Bu piyasada yapılan işlemlerin takası Clearstream Banking Luxembourg ve Euroclear tarafından yapılmaktadır.

BORSA ITALIANA PİYASA VERİLERİ

Borsa Italiana piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerle ilgili toplu veriler tabloda sunulmuştur.

İşlem hacmi tarafında, kamu sabit getirili menkul kıymetleri, hisse senetlerinden sonra ikinci sırada gelmektedir.

Menkul Kıymetler	2003	2004	May.05
Hisse Senetleri			
Kote Şirket Sayısı	279	278	278
MTA-Toplam	225	225	225
MTA-Yerli	219	219	219
MTA-Yabancı	6	6	6
Nuovo Mercato-Toplam	43	40	39
Nuovo Mercato-Yerli	41	37	36
Nuovo Mercato-Yabancı	2	3	3
Mercato Expandi	11	13	14
Kote Hisse Sayısı	321	318	317
MTA-Toplam	266	264	263
MTA-Yerli	260	258	257
MTA-Yabancı	6	6	6
Nuovo Mercato-Toplam	43	40	39
Nuovo Mercato-Yerli	41	37	36
Nuovo Mercato-Yabancı	2	3	3
Mercato Expandi	12	14	15
Menkul Kıymetleştirilmiş Türevler	2,594	3,021	4,260
Warrant	26	17	15
Warrant-Borsa	23	17	15
Warrant-Nuovo Mercato	3	0	0
Yatırım Fon ve Ortaklıkları	31	42	49
Yatırım Ortaklığı	18	22	25
Borsa Yatırım Fonu	13	20	24
HS'e Dönüştürülebilir Tahvil	14	14	15
Borsa	12	12	13
Mercato Expandi	2	2	2
SGMK	495	443	447
Kamu SGMK	100	96	100
Tahviller	395	347	347
MOT	346	289	287
EuroMOT	49	58	60

Kaynak: Borsa Italiana

İşlem Hacmi (mn €)	2003	2004	Oca-May 2005
Hisse Senetleri	679,017	732,592	384,570
MTA-Toplam	664,626	712,933	376,115
MTA-Yerli	566,482	641,376	350,015
MTA-Yabancı	98,144	71,557	26,100
Nuovo Mercato-Toplam	14,001	19,195	8,133
Nuovo Mercato-Yerli	13,831	18,719	7,657
Nuovo Mercato-Yabancı	170	476	475
Mercato Expandi	390	464	323
Günlük Ortalama	2,695	2,851	3,663
MTA	2,637	2,774	3,582
Nuovo Mercato	56	75	78
Mercato Expandi	2	2	3
Menkul Kıymetleştirilmiş Türevler	10,833	16,468	15,013
Günlük Ortalama	43	64	143
Warrant	426	600	585
Yatırım Ortaklığı	124	183	119
Borsa Yatırım Fonu	1,469	3,226	3,148
HS'e Dönüştürülebilir Tahvil	1,568	943	485
Temettü Kupon	543	350	317
Kamu SGMK	133,834	139,338	50,246
Tahvil-Toplam	12,544	10,890	6,460
MOT	8,845	7,314	4,826
EuroMOT	3,699	3,576	1,635

Kaynak: Borsa Italiana

BORSA ITALIANA ÜYELİĞİ

İtalyan aracı kuruluşları, AB üyesi olan veya olmayan ülkelerin aracı kuruluşları ve bankalar Borsa Italiana'ya üye olabilmektedir.

Borsa Italiana'ya üyelik için gereken şartlar şöyledir:

- Düzenleyici kurumlar olan Consob ve İtalya Merkez Bankasından alınmış, bankacılık ve finans kanunları uyarınca işlem yapma iznine sahip olmak,
- Borsanın gerekli bulunduğu organizasyonel, profesyonel ve teknolojik yükümlülüklerin yerine getirildiğini kanıtlamak,
- Takası yurtdışındaki merkezlerde yapılan enstrümanlarda

işlem yapılması durumunda, takas ile ilgili taahhütname imzalamak.

BORSA ITALIANA FİNANSAL TABLOLAR

Borsa Italiana grubunun 2004 yılı itibarıyla konsolide mali verileri tabloda yer almaktadır.

Borsa Italiana'nın ödenmiş sermayesi 8,4 milyon avrodur. 2004 yılında elde ettiği kar ise 24 milyon avro civarındadır.

Grubun gelir kalemleri incelendiğinde en önemli payın işlem ücretlerinden geldiği

gözlenmektedir. 2004 yılında Borsa Italiana'nın spot (hisse senedi, borsa yatırım fonu, sabit getirili menkul kıymetler vs.) ve türev piyasasında işlem görmesinden elde ettiği geliri önceki yıla kıyasla %15'lik düşüşle 57 milyon avro olmuştur. Gelirlerdeki düşüşün iki sebebi bulunmaktadır. Birincisi, gelir kayıtlarındaki yeni sınıflandırmadır: 2003 yılında işlem ücretleriyle beraber tahsil edilen takas öncesi hizmet ücretleri (2003 yılında 5,5 milyon avro), 2004'te Monte Titoli takas gelirleri arasında yer almaktadır. İkinci olarak, işlem gören endeks türev kontrat sayısındaki azalma da işlem ücretlerinin azalmasında etkili olmuştur.

Takas öncesi hizmet gelirlerinin muhasebeleştirilmesindeki değişikliğin yanı sıra Monte Titoli'nin uygulamaya soktuğu yeni takas sistemi Express II'nin Ocak 2004'te devreye girmesinin de etkisiyle 2004 yılında takas ücretlerinin toplam gelirlerdeki payı 2003 yılında %3'ten, 2004'te %12'ye çıkararak 22 milyon avroyu bulmuştur.

Borsa Italiana Grubu Konsolide Mali Verileri mn €	2003	2004	Değişim
Aktif Toplamı	1,512.70	1,733.70	15%
Özsermaye	231	226.6	-2%
Ödenmiş Sermaye	8.4	8.4	0%
Faaliyet Gelirleri	178.9	194.2	9%
Faaliyet Giderleri	139.1	144.3	4%
Net Kar	17.3	24.2	40%
Çalışan Sayısı	373	388	4%

Kaynak: Borsa Italiana

GENEL DEĞERLENDİRME

İtalyan sermaye piyasası 90'lı yılların başlarında bütünleşmiştir. Daha sonra, Avrupa Birliği'nde avroya geçiş öncesinde, devlet öncülüğünde, kooperatif yapıdan kar amacı güden bir yapıya dönüşmüş ve özelleştirilerek yeniden yapılanmıştır. Yeni kurulan Borsa Italiana şirketi tüm sermaye piyasası kurumlarını ve işlemlerini bünyesinde toplamıştır.

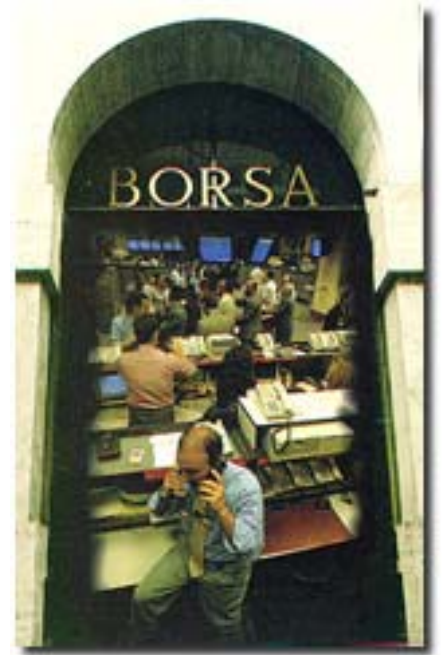
Kurumlar arası birleşmeler meydana gelirken, piyasa ihtiyaçları göz önüne alınarak, menkul kıymetlerin farklılaştırılmış pazarlarda işlem görmesi benimsenmiştir. Bu açıdan İtalya borsası, diğer Avrupa ülkeleri borsalarından farklı bir yöntem benimsemiştir.

2004 sonu itibariyle, İtalya Borsası Avrupa borsaları arasında, hisse senedi piyasa değeri açısından 581 milyar avro ile 6., günlük ortalama hisse senedi işlem hacmi açısından 2,9 milyar avro ile de 4. sırada yer almaktadır. Devir hızı açısından ise %137'lik oranla Avrupa'da birinci sırada yer almaktadır.

KAYNAKÇA

1. Borsa Italiana: www.borsaitalia.it
2. BIt Systems: www.bitsystems.it
3. CC&G: www.ccg.it
4. Consob: www.consob.it
5. Monte Titoli: www.montetitoli.it
6. Piazza Affari: www.palazzomezzanotte.it

7. G. Toniolo, L. Conte, G. Vecchi, "Monetary Union, Institutions and Financial Market Integration: 1862-1905", Elsevier, 2003
8. "Milan's fashion for finance", The Banker, 02/11/2002



Sermaye Piyasası Özet Verileri

Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı				
Milyon YTL	2003	2004	05/2005	%Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	78,694	97,407	101,300	4.0%
Mevduat	147,351	182,762	192,666	5.4%
Hisse Senedi*	23,590	40,616	40,532	-0.2%
TOPLAM	249,634	320,785	334,498	4.3%
Tahmini Altın Stoku	109,429	114,775	111,687	-2.7%
Milyar \$				
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	56.4	72.6	74.2	2.2%
Mevduat	105.6	136.2	141.1	3.6%
Hisse Senedi*	16.9	30.3	29.7	-1.9%
TOPLAM	178.8	239.0	244.9	2.5%
Tahmini Altın Stoku	78.4	85.5	81.8	-4.4%

*: Halka açık kısmın piyasa değeri.

Menkul Kıymet Stokları				
Milyon YTL	2002	2003	2004	%Δ
Hisse Senedi*	13,177	18,008	25,186	39.9%
Hazine Bonosu/Devlet Tahvili	149,870	194,387	224,483	15.5%
Diğer	1,069	1,617	2,932	81.3%
Toplam	164,115	214,012	252,601	18.0%
Milyar \$				
Hisse Senedi*	8.0	12.9	18.8	45.8%
HB/DT	91.4	139.5	168.0	20.4%
Diğer	0.7	1.2	2.2	89.0%
Toplam	100.1	153.6	189.0	23.1%

*: Toplam nominal değer.

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
Milyon YTL	96,073	132,556	144,773	9.2%
Milyon \$	69,003	98,073	108,893	11.0%
Halka Açık Kısmın Piyasa Değeri (Milyon \$)	17,459	26,390	32,296	22.4%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25.3%	26.9%	29.7%	10.2%

Halka Açık Şirket Sayısı				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
İMKB'de Kote Şirketler	285	297	299	0.7%
İMKB'de İşlem Gören Şirketler	285	297	298	0.3%

Birincil Halka Arzlar				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	11.3	481.8	238.1	-50.6%
Şirket Sayısı	2	12	4	-66.7%

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2001	2002	2003	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	231	207	221	6.8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	76	81	64	-21.0%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyar TL)	4,670,899	5,507,834	6,499,432	18.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyar TL)	-2,688,115	-1,035,591	-468,071	-54.8%
Toplam Kar/Zarar (Milyar TL)	1,982,784	4,472,244	6,031,361	34.9%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon \$)	3,784	3,500	4,480	28.0%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon \$)	-2,178	-679	-314	-53.8%
Toplam Kar/Zarar (Milyon \$)	1,606	2,821	4,166	47.7%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2003	2004	04/07/2005	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	476	583	579	-0.7%
B Tipi Yatırım Fonları	11,494	17,708	20,305	14.7%
Emeklilik Yatırım Fonları	19	222	486	119.5%
Yatırım Ortaklıkları	135	220	226	2.5%
Gayrimenkul Yat.Ort.	715	752	1,320	75.6%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	2	64	56	-12.0%
Toplam	12,842	19,548	22,992	17.6%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	5.7%	7.7%	7.6%	-1.2%

Yatırımcı Sayısı				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
Açık Hesap Sayısı	2,077,742	2,177,516	2,227,577	2.3%
Bakiyeli Hesap Sayısı	1,106,752	1,072,663	1,073,785	0.1%
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	1.6%	1.6%	1.6%	0.0%

Sermaye Piyasası Özet Verileri

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2003	2004	05/2005	%Δ
Saklama Bakiyeleri	8,954	16,141	17,094	5.9%
İşlem Hacimleri	17,334	37,368	30,791	-17.6%
Net Alışları	1,010	1,430	1,576	10.2%

TSPAKB Üyeleri*				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
Aracı Kurumlar	118	112	111	-0.9%
Bankalar	44	42	42	0.0%
Toplam	162	154	153	-0.6%

*: Dönem sonu itibarı ile.

Faaliyet Gösteren Aracı Kuruluş Sayısı				
	2003	2004	05/2005	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında Aracı Kurum	117	112	111	-0.9%
Tahvil/Bono Piyasasında Aracı Kurum	117	112	111	-0.9%
Banka	44	43	42	-2.3%
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	161	155	153	-1.3%

Aracı Kuruluşların İşlem Hacimleri				
Milyar \$	2003	2004	05/2005	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında Aracı Kurum	196.6229822	312	152	-51.3%
Tahvil/Bono Piyasasında Aracı Kurum	432	650	292	-55.1%
Banka	1,317	2,473	1,286	-48.0%
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	1,748	3,123	1,577	-49.5%
Toplam İşlem Hacmi	1,945	3,435	1,729	-49.6%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon \$	2001	2002	2003	%Δ
Aktif Toplamı	653.5	607.8	929.7	53.0%
Özsermaye Toplamı	394.8	435.9	642.8	47.5%
Net Komisyon Gelirleri	276.1	201.1	234.6	16.7%
Esas Faaliyet Karı	75.3	0.2	42.8	19723.1%
Net Kar	176.9	70.2	92.1	31.3%
Personel Sayısı	7,156	6,636	6,035	-9.1%
Şubeler	219	243	227	-6.6%
İrtibat Bürosu	88	96	78	-18.8%
Acente Şubeleri	3,948	3,656	3,993	9.2%

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
İMKB-100	18,625	24,972	27,617	10.6%
İMKB-100 - En Yüksek	18,708	25,106	28,410	13.2%
İMKB-100 - En Düşük	8,792	15,804	22,888	44.8%
Günlük Ort. İşlem Hacmi (Milyon \$)	407	593	716	20.7%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2003	2004	01/07/2005	%Δ
Fransa CAC 40	3,541	3,821	4,267	11.7%
Almanya DAX	3,965	4,256	4,643	9.1%
İngiltere FTSE 100	4,477	4,820	5,161	7.1%
Japonya Nikkei 225	10,677	11,489	11,630	1.2%
Hong Kong Hang Seng	12,576	14,230	14,201	-0.2%
S&P 500	1,110	1,214	1,198	-1.3%
Nasdaq 100	1,468	1,624	1,511	-6.9%

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

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

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

TSPAKB adına İmtiyaz Sahibi:

Müslüm Demirbilek

Genel Yayın Yönetmeni:

İlkay Arıkan

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü:

Alparslan Budak

Yayın Türü: Yaygın, süreli.

Yönetim Yeri: TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza, 1. Levent 34394 İstanbul

İnternet: www.tspakb.org.tr

E-posta: tspakb@tspakb.org.tr

Basım Yeri: Printcenter

Cem Sultan Sok. 2A, 4. Levent 34416 İstanbul

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

Birliğin 111 aracı kurum ve 42 banka olmak üzere toplam 153 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 kitleleri oluşturmak; sermaye piyasasını geliştirmek ve bu yolla ülkenin kalkınmasına katkıda bulunmaktadır.

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.