



İMKB DERGİSİ
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası



ISSN 1301-1650

Yıl: 4 Sayı: 14

Nisan/Mayıs/Haziran 2000

Özel Sayı

AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi

Meral Varış
Ali Küçükçolak
Oral Erdoğan
Levent Özer

İMKB Dergisi

3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Adına İmtiyaz Sahibi

Başkan

Osman BİRSEN

Genel Yayın Yönetmeni

Dr. Meral VARIŞ

Yazı İşleri Müdürü

Saadet ÖZTUNA

Yayın Kurulu

Arıl SEREN

Sezai BEKGÖZ

Hikmet TURLİN

Kudret VURGUN

Aydın SEYMAN

Dr. Meral VARIŞ

Adalet POLAT

Dr. Murad KAYACAN

Haluk ÖZDEMİR

Gürsel KONA

Dr. Recep BİLDİK

Gökhan UGAN

Ofset Hazırlık ve Baskı

Mart Matbaacılık

Sanatları Tic. Ltd. Şti.



Bu Dergi'de yer alan fikir ve yorumlar yazarların kendisine aittir,

İMKB'yi bağlamaz.

Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.

Bu yayın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Araştırma Müdürlüğü tarafından üç ayda bir yayınlanır.

İMKB, vergiden muaf tüzel kişiliğe haiz bir kamu kuruluşudur.

Yazışma adresi: İMKB, Araştırma Müdürlüğü, 80860

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,

İstinye, İstanbul

Telefon: (0 212) 298 21 00 Fax: (0 212) 298 25 00

Türkçe web sitesi: <http://www.imkb.gov.tr>

1-) E-mail: imkb-f@imkb.gov.tr

2-) E-mail: arastir@imkb.gov.tr

İMKB Dergisi Hakem Heyeti

Akademisyen

Prof. Dr. Alaattin TİLEYLİOĞLU, Orta Doğu Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Ali CEYLAN, Uludağ Üniversitesi
Prof. Dr. Asaf Savaş AKAT, Bilgi Üniversitesi
Doç. Dr. Bhaskaran SWAMINATHAN, Cornell University, ABD
Doç. Dr. B. J. CHRISTENSEN, Aarhus University, Danimarka
Prof. Dr. Birol YEŞİLADA, Portland State University, ABD
Prof. Dr. Cengiz EROL, Orta Doğu Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Coşkun Can AKTAN, Dokuz Eylül Üniversitesi
Prof. Dr. Doğan ALTUNER, Yedi Tepe Üniversitesi
Prof. Dr. Erdoğan ALKİN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Erol KATIRCIOĞLU, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Gülnur MURADOĞLU, University of Warwick, İngiltere
Doç. Dr. Halil KIYMAZ, Houston University, ABD
Prof. Dr. Hürşit GÜNEŞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. İhsan ERSAN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Kürşat AYDOĞAN, Bilkent Üniversitesi
Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU, Çukurova Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet ORYAN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Mustafa GÜLTEKİN, University of North Carolina, ABD,
Prof. Dr. Nejat SEYHUN, University of Michigan, ABD
Prof. Dr. Nicholas M. KIEFER, Cornell University, ABD
Prof. Dr. Niyazi BERK, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Nuran Cömert DOYRANGÖL, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Osman GÜRBÜZ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Özer ERTUNA, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Reena AGGARWAL, Georgetown University, ABD
Prof. Dr. Reşat KAYALI, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Rıdvan KARLUK, Anadolu Üniversitesi
Prof. Dr. Robert JARROW, Cornell University, ABD
Prof. Dr. Seha TİNİÇ, Koç Üniversitesi
Prof. Dr. Serpil CANBAŞ, Çukurova Üniversitesi
Prof. Dr. Taner BERKSOY, Bilgi Üniversitesi
Prof. Dr. Ümit EROL, İstanbul Üniversitesi
Prof. Ünal BOZKURT, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Ünal TEKİNALP, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Vedat AKGİRAY, Boğaziçi Üniversitesi
Dr. Veysi SEVİĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ, Ankara Üniversitesi

Profesyonel

Adnan CEZÄİRLİ, Toros Menkul Değerler Ticareti A.Ş.
Dr. Ahmet ERELÇİN, Demir Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN, Çukurova Holding A.Ş.
Dr. Atilla KÖKSAL, Ulusal Yatırım A.Ş.
Dr. Atilla YEŞİLADA, Ege Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Bedii ENSARİ, ABC Danışmanlık, Mümessillik ve Ticaret A.Ş.
Berra KILIÇ, Esbank - Eskişehir Bankası T.A.Ş.
Cahit SÖNMEZ, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Çağlar MANAVGAT, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Erhan TOPAÇ, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dr. Erik SIRRI, Securities and Exchange Commission, ABD
Ferhat ÖZÇAM, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Doç. Dr. Hasan ERSEL, Yapı Kredi Bankası A.Ş.
Prof. Dr. Kenan MORTAN, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Mahfi EĞİLMEZ, Garanti Bankası A.Ş.
Muharrem KARSLI, Altın Menkul Değerler A.Ş.
Ömer ESENER, Bank Kapital Türk A.Ş.
Doç. Dr. Öztin AKGÜÇ, Banka Dergisi (Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.)
Öğr. Gr. Reha TANÖR, T. Garanti Bankası A.Ş., Galatasaray Üniversitesi
Serdar ÇITAK, İstanbul Altın Borsası

Elektronik Erişim:

İMKB Dergisi, 3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından yayınlanır.

İMKB Dergisi'nin 10. sayısından başlamak üzere bütün makalelere tam-metin olarak internette pdf. formatında erişim sağlanabilmektedir. İMKB Dergisinin tam metnine paralı erişim sistemi ile abonelerimiz kendilerine tahsis edilecek bir şifre ile ulaşabileceklerdir.

Makale Özetleri:

İMKB Dergisi'nde yayımlanan tüm makale özetleri İMKB web sitesinde verilmektedir. Bu veritabanı derginin yayın hayatına başladığı 1997 tarihinden itibaren yayımlanan tüm makale özetlerini içermektedir. Makale özetleri derginin yayımlanmasını müteakip her üç ayda bir ücretsiz olarak verilmektedir.

Erişim:

(1) <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar.htm>

(2) Seçenek: İMKB Dergisi

Ayrıntılı bilgi, yorum ve önerileriniz için lütfen aşağıdaki numara ve adresten bizi arayınız.

Tel: (90.212) 298 21 71 E-Mail: arastir@imkb.gov.tr

İMKB Dergisi 2000 Abonelik Formu

İMKB Dergisi'ne bir yıllık abone olmak için lütfen ilgili kutuyu işaretleyiniz.

20.000.000 TL (basılı yayın) (her bir sayı 5.000.000 TL)

8.000.000 TL (elektronik posta ile) (her bir sayı için 2.000.000 TL)

Adı Soyadı

Ünvanı

Şirket Adı

Adres

Posta Kodu Şehir

Telefon (Kodu ile birlikte)

Faks

Elektronik Posta

Abonelik ücretleri T. İş bankası Borsa Şubesi 1125 304400 38 no'lu hesaba yatırılmalıdır.

*Akademisyen ve öğrencilere % 30 indirim uygulanacaktır.

“İMKB Dergisi”ne Abone olmak için
lütfen bu form ile birlikte banka dekontunun
aslını aşağıdaki adrese gönderiniz.

Hülya KARADAŞ
İMKB Araştırma Müdürlüğü
80860 İstinye - İSTANBUL
Tel: 0 212 298 21 71
Faks: 0 212 298 25 00

AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi

İÇİNDEKİLER

I. Giriş	2
II. AB ve Türkiye Finansal Piyasalarında Yasal Çerçeve	3
2.1. AB Finansal Piyasalarının Yasal Gelişimi	3
2.2. AB Direktif ve Önerileri ile Türkiye'deki Benzer Düzenlemeler	6
2.3. Finansal Piyasalar Açısından AB Aksiyon Planı ve Türkiye	9
III. Türkiye Sermaye Piyasası ve İMKB'nin	
AB Standartlarına Yasal Uyumu	17
3.1. Menkul Kıymet Yatırım Hizmetlerinde Serbesti	19
3.2. Sermaye Yeterliliği	23
3.3. Borsalarda Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonu ve Kamuyu Aydınlatma	29
3.4. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	47
3.5. İşlem Gören Holdinge ait Büyük Miktarlı Pay Alım ve Satımları	49
3.6. Şirket Birleşme ve Ele Geçirme Konusundaki Düzenlemeler	51
3.7. UCITs'e İlişkin Yasal Düzenlemelerde Koordinasyon	56
3.8. Emeklilik Fonları	58
3.8.1. Avrupa Birliği'nde Emeklilik Fonlarına İlişkin Gelişmeler	58
3.8.2. Basiretlik İlkesi Kurallarının Avrupa Para Birimi (Euro) Bölgesine Etkileri	61
3.8.3. Emeklilik Fonlarına İlişkin AB Komisyonu Direktif Önerisi	63
3.8.4. AB Ülkeleri ve Türkiye'de Emeklilik Fonlarının (Kurumlarının) Yatırımlarına İlişkin Sınırlamalar	64
3.9. Finansal Hizmetlerin Uzaktan Pazarlanması	66
3.10. Elektronik İmza	70
3.11. Takas ve Saklama	71
3.12. Yatırımcı Tazmin Fonu	73
3.13. Şirketler Hukuku	74

3.14. Muhasebe Standartları	77
3.15. Vergilendirme	80
3.15.1. AB ve Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi	80
3.15.2. AB Ülkeleri ve Türkiye’de Sermaye Piyasası İşlemleri ve Kazançlarının Vergilendirme Uygulaması	83
3.15.3. AB Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi	88
3.16. AB’de Şirket Yönetim İlkeleri	90
3.16.1. AB Ülkelerinde Gelişmeler	91
IV. AB Sermaye Piyasalarına Teknik Uyum	99
4.1. Borsaların Ekonomide Büyüklüğü	102
4.2. Hisse Senetleri İşlem Gören Şirket Sayısı ve Büyüklükleri	103
4.3. Piyasa Toplam Değerleri	106
4.4. İşlem Hacmi ve İşlem Görme Oranları	108
4.5. Birleşme ve Devralmalar	111
V. Genel Değerlendirme	117
5.1. AB Finansal Piyasalarında Uyum	117
5.1.1. Finansal Hizmetler Faaliyet Planı	117
5.1.2. Yatırım Hizmetleri	118
5.1.3. Sermaye Yeterliliği	118
5.1.4. Kollektif Yatırım Ortaklıkları	120
5.1.5. Parasal Birlik	120
5.1.6. Vergi Uygulamaları	121
5.2. Türkiye’nin Uyumunu	122
VI. AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette SPK, İMKB ve Aracı Kurumlar Açısından Öncelik ve Gereklilikler	129
Kaynakça	149
Global Sermaye Piyasaları	155
İMKB Piyasa İstatistikleri	167
İMKB Yayın Listesi	171

1997’den itibaren Institute of European Finance’in (IEF) yayınladığı “World Banking Abstracts” endeksi kapsamında olan İMKB Dergisi, Temmuz 2000 itibarıyla, American Economic Association tarafından yayınlanan Econlit (JEL on CD) endeksleri kapsamındadır.

AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi

Meral VARİŞ
Ali KÜÇÜKÇOLAK
Oral ERDOĞAN
Levent ÖZER

Özet

Türkiye'nin adaylık statüsünün AB tarafından kabulü ile hızlanan tam üyelik süreci, Türk Sermaye Piyasalarının AB finansal piyasalarına uyum sürecini de içermektedir. AB'nin tek para sistemine geçişiyle birlikte getirdiği rekabet ortamı tüm finansal kuruluşların faaliyetlerini etkilemekte, yeni oluşumlara karşı hazırlıklı olmayı gerektirmektedir. Bu çalışmada, Türk sermaye piyasalarının AB sermaye piyasalarına uyumu ve rekabet gücünün yükseltilmesinde önem taşıyan konular ayrıntılı ve karşılaştırmalı olarak irdelenmektedir. Çalışma kapsamında Avrupa Birliği'nin sermaye piyasalarının entegrasyonuna ilişkin düzenlemeleri ve finansal aksiyon planı ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Çalışma bir taraftan AB'ye tam üyelik hazırlıkları kapsamında Türkiye'nin finansal aksiyon planı oluşumuna katkı sağlamayı öngörmekte öte yandan SPK, İMKB ve Aracı Kurumların AB'ye uyum ve rekabetteki öncelik ve gerekliliklere yer vermektedir.

I. Giriş

Avrupa Birliği 1999 yılı sonu itibariyle yeni bir genişleme sürecine girmiştir. Yeni üyeliklerle birlikte 2000’li yıllarda ekonomik, parasal ve hatta siyasal alanlı entegrasyonunu hızlandırmak istemektedir. Özellikle bugüne kadar ekonomik ve parasal birliğin sağlanmasında belli bir mesafe kateden Avrupa Birliğinin gündeminde, mevcut Birlik düzenlemelerinde sağlanacak değişikliklerin yanı sıra, aday ülkelerin yasal ve teknik yapılarının da uyumunun tamamlanması da yer almaktadır.

1957 Roma Andlaşmasından itibaren 1986 tarihli Beyaz Kitap, 1987 Tek Avrupa Senedi ve 1992 Maasricht Andlaşması yasal dayanaklarındaki Avrupa Birliği, finansal entegrasyona ilişkin gelişimini; fiziki, teknik ve mali tüm engellerin kaldırılması, ortak bir ticaret politikası oluşturulması, malların, sermaye, hizmetlerin ve kişilerin serbestleştirilmesinin ve etkin işleyen rekabet koşullarındaki İç pazar oluşumunda ekonomik ve parasal birlik ve tek para birimi “Euro” ya geçişin getireceği faydalar ortamında gerçekleştirmeyi öngörmektedir. Bankacılık, menkul kıymet piyasaları ve borsaları ve sigorta sektöründen oluşan tek Avrupa mali hizmetler entegrasyonu “tek lisans”, “karşılıklı tanıma” ve “evsahibi ülke kontrol ve denetimleri” ortak prensiplerinde üye ülkeler arasındaki yasal ve uygulama farklılıklarının giderilmesiyle gerçekleştirebilecektir.

Tek Avrupa mali alanı kapsamında sermaye piyasaları ve borsaların entegrasyonu bu çalışmanın özel içeriğini oluşturmaktadır.

Ekonomik gelişimler içerisinde şirketlerin devamlılığı ve istikrarlı büyümelerinde reel mal ve hizmet üretiminin yanında; finansal ürünlerin kalitesi ve finansal yönetim ve planlama da etkili olmaktadır. Böylece, bir yandan finansal ürünlere ilişkin serbest işlemler gerçekleştirilirken, diğer taraftan tüketicinin de yeterli düzeyde korunması amacıyla ihraççı kurumların oluşturulan düzenlemelere uyması gereklidir.

Yerel sermaye piyasalarında bankalar tarafından verilen finansal hizmet ağırlığı; entegre piyasada oluşacak konsolide yapı içerisinde tüm finansal kuruluşların faaliyet etkinliğini sağlayıcı entegre bir finansal sisteme dönüşecektir.

Genişleme sürecindeki Avrupa Birliği’ne Ankara Anlaşması (1963), Gümrük Birliği (1996) ve tam aday konumuna gelen (1999) Türkiye’nin Avrupa Birliği ile finansal entegrasyonu yasal ve teknik açıdan uyumunu gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede, AB’nin mevcut yasal yapısına paralellik sağlanırken, Türkiye’nin teknik mikro ve makro ekonomik ve finansal performansı da Birlik üyesi ülkelerle rekabet edebilir düzeye gelmelidir.

Bu çalışma, AB'nin finansal hizmetler alanında tam bütünleşmeye doğru gelişimi kapsamında sermaye piyasası faaliyetleri ve hizmetleri ile menkul kıymetler borsaları arasındaki etkileşimler ve rekabet boyutunun Türkiye ile karşılaştırmalı konumunu irdelemektedir. Giriş bölümünü takiben ikinci bölümde AB ve Türkiye'de sermaye piyasalarına ilişkin yasal yapı belirlenmektedir. Ardından, AB finansal piyasalarında entegrasyonun tamamlanması yönünde "Finansal Aksiyon Planı" çerçevesindeki amaç, öncelikler ve politika değişiklikleri ile bunlara karşılık gelen Türk sermaye piyasalarının durumu karşılaştırmalı olarak verilmektedir. Üçüncü bölümde, yasal alt yapı incelenmekte ve öncelik kazanacak düzenlemeler ortaya konulmaktadır. Dördüncü bölümde, yasal mevzuatın ötesinde uygulamadaki gelişimleri özetleyecek şekilde piyasa karakteristikleri ve rekabet durumları itibarıyla teknik uyum karşılaştırmalarına ağırlık verilmektedir. Genel değerlendirme bölümünde, finansal piyasaların uyumlaşması ve entegrasyonunda üye ülkeler ve Türkiye açısından hangi yasal ve teknik yapıdaki hedeflerin öncelik kazanacağına tesbitiyle birlikte izlenecek politika ve stratejilere ilişkin değerlendirmeler yapılmakta, son olarak Altıncı Bölüm'de İMKB'nin AB borsaları ile uyum ve rekabetinde öncelikleri sıralanmaktadır.

II. AB ve Türkiye Finansal Piyasalarında Yasal Çerçeve

2.1. AB Finansal Piyasalarının Yasal Gelişimi

Avrupa Birliği'nin temel olarak yasal zemini Roma Andlaşması (1957), Tek Avrupa Senedi (1987) ve Maastrich Andlaşması (1991) hükümlerine dayanmaktadır.

Özellikle Tek Avrupa Senedi(1987), İç Pazar'ın oluşturulmasını hızlandırıcı bir etkiye bulunmuştur. Avrupa finans piyasalarının oluşturulmasına yönelik hükümler bağlamında, "karşılıklı tanıma" ilkesinin esas olduğu ve "tek lisans"ın kredi kurumları ve diğer finansal kuruluşlar için geçerlilik kazanacağı ekonomik ve finansal birliğin tam olarak sağlanması hedeflenmiştir.

Avrupa Topluluğu ile ortak finansal piyasanın oluşumu 1992 yılına kadar, bankaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım firmalarının Topluluk dahilinde şirket kurma, ofis açma ve işletme haklarını kapsamaktaydı. Akabindeki gelişmelerle finansal hizmetlerin liberalizasyonu, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi şartına bağlı olarak, Maastrich (1991) hedef ve planında; finansal serbestleştirmeye ilişkin koşullar daha da detaylan-

dırılmıştır. İki grupta ele alınan konulardan ilkinin entegrasyon süreci ve şirketler hukukunun harmonizasyonu oluşturmaktadır. Doğrudan yatırım yapanlar, portföy yatırımcıları ve yabancı iştirakçiler, şirketin karlılığını ve mali yeterliliğini izlemek durumundadır. Bu çerçevede, Konsey, uygulamayı kolaylaştırmak amacıyla Roma Andlaşması'nın 54. Maddesi'ne ilişkin olarak düzenlemeye gitmiştir. Yıllık hesaplar, asgari sermaye gereksinimleri, denetçilerin yeterlilikleri, ulusal ve uluslararası birleşmeler ve bir Avrupa şirketinin oluşumuna ilişkin direktifler benimsenmiştir. Sermaye piyasalarında borsalara kote şirketlerin asgari şartları taşımaları, başvuru için öngörülen bilgi ve dökümanların eksiksiz olması ve kotasyon sonrası altı aylık raporların istenmesi gerekli görülmektedir. İkinci gruptaki kurallar ise, finansal araçlara ilişkindir. Bu konuda, Birinci Bankacılık Direktifi (1977), üye ülkelerdeki bankaların üniform kriterler ve kontrol esaslarına ilişkin bir dizi kurallar getirmektedir. Diğer direktifler ise, bankaların yıllık raporlarında vermesi gerekli bilgiler olup finansal varlıkların tanımı, sermaye yeterliliği ve likidite oranları ile bazı finansal araçların özelliklerine ilişkin hususları içermektedir.

Üye devletlerin çoğunun kambiyo kısıtlaması uygulamasından dolayı Avrupa sermaye piyasalarının 1990'lı yıllara kadar bölüntülenmiş bir yapıda kaldığı belirtilebilir. 1960 ve 1962 Direktifleri resmi anlamda bazı sermaye hareketlerine liberalizasyon getirmesinin ötesinde, Beyaz Kitap'ın (1985) getirdiği dinamizm ile önemli gelişmeler de kaydedilmiştir. Diğer önemli bir Direktif, yatırım fonlarına ilişkin olarak çıkarılmıştır. 1986'da üye devletlerin uzun süreli ticari işlemleri, tahvil ihraçları ve kot dışı menkul kıymetlerin liberalizasyonu için ayrı bir Direktif önerisi de kabul edilmiştir. 1988 yılında, kalan sermaye işlemlerinin liberalizasyonu için yeni bir Direktif daha yürürlüğe girmiştir. 1989 Ekim tarihli Direktif ile, Kollektif Yatırım Ortaklıkları Katılma Belgeleri (UCITs) için liberalizasyon öngörülmektedir. İkinci Bankacılık Direktifi (1989) içeriği itibarıyla, tek bankacılık lisansını kullanan bir bankanın sunduğu menkul kıymet hizmetlerine ilişkin esasları düzenlemekte, ancak bankalar haricindeki finansal kuruluşlar, Direktif ile getirilen haklardan yararlanamamaktaydı. Bu nedenle, 1988 yılı Komisyon Direktif önerisinin 1993 yılında "Yatırım Hizmetleri Direktifi" olarak kabulü ile, aynı piyasada faaliyet gösteren yatırım kurumları arasında tam rekabete imkan tanınıp; banka olmayan aracı kuruluşlar için de "tek lisans" ilkesi geçerlilik kazandı.

Sermaye serbestisinin etkin işleyişinde, finansal ürün ve hizmetlerin uzaktan pazarlanması AB'nin öncelik verdiği konulardan birisidir. Bu çer-

çevrede, Komisyonun 1990, 1997 ve 1998 yıllarında hazırladığı direktifler kabul edilmiştir. Komisyon 1999 yılında konuya ilişkin son iki direktifi değiştiren yeni bir öneriyi Parlamento ve Konseye göndermiş bulunmaktadır.

2.2. AB Direktif ve Önerileri ile Türkiye'deki Benzer Düzenlemeler

Konu	AB'de İlgili Kanun, Tüzük, Yönetmelik	Tarih ve Referans	Türkiye'de Benzer Düzenlemeler
Davranış Yasası	77/534/EEC	25.07.1977	* Sermaye Piyasası Kanunu; No 2499, 28.07.1981 * Kanun No 3794, 29.04.1992 * Kanun No 4487, 15.12.1999
Borsalarda Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonuna İlişkin Direktif; Kotasyon Özellikleri; Borsa'da Kote Şirketlerin Yayınlayacağı Bilgiler; Halka İlk Arzlarında Yayınlanacak Bilgiler ve İzahname	79/279/EEC; 80/390/EEC; 82/121/EEC; 89/298/EEC; 94/18/EC.	1. 5.03.1979 O.J. L 66, 16.03.1979 2. 17.03.1980 O.J. L 100, 17.04.1980 3. 30.6.1983 O.J. L 48, 20.2.1982 4. O.J. L 124, 5.5.1989 Yür.Gir.: 17.4.1991 5. 10.05.1994 O.J. L 135, 30.08.1994	1. Seri 11 No 1; "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlar Tebliği"; RGT 29.01.1989. 2. Seri 11 No 3; "Ara Mali Tablolara Tebliği"; RGT 26.07.1989. 3. Seri 11 No 10; "Konsolide Mali Tablolara Tebliği, RGT 28.03.1992. 4. Seri 8 No 20; "Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliği"; RGT 6.7.1993. 5. Seri 8 No 22; "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" RGT 27.10.1993. 6. Seri 1, No 26; "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği", RGT 15.11.1996. 7. Seri 8 No 27; "Anonim Ortaklıkların Sermaye Piyasası Kurulu Kaydına Alınmalarına İlişkin Tebliğ", R.G.T. 19.12.1995 8. Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, RGT 06.10.1984. 9. İMKB Kotasyon Yönetmeliği; RGT 13.3.1995; RG.19.02.1996.

İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	89/592/EEC	13.11.1989 O.J. L 334, 18.11.1989. Yür.Gir: 1.6.1992.	13.11.1989 O.J. L 334, 18.11.1989. Yür.Gir: 1.6.1992.	* SPK 3794, 29.04.1992; Madde 47/A. * SPK 4487 15.12.1999; Madde 47/A.
İşlem Gören Bir Holdinge ait Büyük Miktarlı Pay Alım ve Satımları	88/627/EEC	O.J. L 348, 17.12.1988 Yür.Gir: 1.1.1991	O.J. L 348, 17.12.1988 Yür.Gir: 1.1.1991	* Seri 4 No 13; "SPK'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların İştrak Sınırlarının Belirlenmesine İlişkin Tebliğ", RGT 19.7.1995 (dayanağı olan 558 sy. KHK iptal edilmiştir). * Seri 8 No 20; "Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliği", RGT 6.7.1993. * Seri 4 No 8; "Halka Açık AO Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği", RGT 09.03.1994.
Yatırım Firmaları ve Kredi Kurumlarında Sermaye Yeterliliği	93/6/EEC; 98/31/EC; 98/33/EC	1. 15.03.1993 O.J. L 141, 11.06.1993 2. O.J. L 204 21.07.1998 p.13 3. O.J. L 204 21.07.1998 p.29	1. 15.03.1993 O.J. L 141, 11.06.1993 2. O.J. L 204 21.07.1998 p.13 3. O.J. L 204 21.07.1998 p.29	* SPK 2499 (3794, 4487); Md.31-34. * Seri 5 No.34; "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği", RGT 26.6.1998.
Menkul Kıymet Yatırım Hizmetlerinde Serbesti	93/22/EEC; 95/26/EC	1. 10.5.1993 O.J. L 141, 11.06.1993 2. O.J. L 168 18.07.1995 p.7.	1. 10.5.1993 O.J. L 141, 11.06.1993 2. O.J. L 168 18.07.1995 p.7.	* Seri 5 No 19; "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği", RGT 01.03.1995 * Seri 5 No 22; "Portföy Yöneticiliği ve Yatırım Danışmanlığı,...Tebliği", RGT 20.04.1995.
UCITs'e ilişkin olarak yasal düzenlemelerde koordinasyon	85/611/EEC; Komisyon Önerisi	1. 20.12.1985 O.J. L 375, 31.12.1985. 2. 17.07.1998	1. 20.12.1985 O.J. L 375, 31.12.1985. 2. 17.07.1998	1. SPK Md.37,38. 2. Seri 11 No 6, "Yatırım Fonları Mali Tabloları ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ", RGT 28.2.1990. 3. Seri 7 No 2, "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 4. Seri 7 No 14; "Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği", RGT 6.11.1998

UCITs'e İlişkin Olarak Devlet Garantili Tahviller ve Benzeri Özel Sektör Tahvillerinin Kullanımı	88/220/EEC	1.4.1992 Yunanistan ve Portekiz O.J. L 100, 19.4.1988 Yür.Gir.:1.10.1989.	1. SPK 2499 (3794, 4487) Md.37,38. 2. Seri 7 No 2, "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 3. Seri 7 No 14, "Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği", RGT 6.11.1998
Emeklilik Kurumlarının Elinde Tuttuğu Fonların Yönetimi ve Yatırımlarında Serbesti Tanıma	Öneri	12.11.1991 Yenilenmiş Öneri: 26.5.1993. O.J. C 171, 22.6.1993.	* Türkiye'de emeklilik kurumları (SSK, Emekli Sandığı ve Bağkur) yatırımlarında kısıtlamalara tabi olup, hisse senetlerine istenilen düzeyde yatırım yapamamaktadır. Özel emeklilik fonlarının yapılandırılmasına ilişkin çalışmalar devam etmektedir.
Yatırımcı Zararları Tazmin Fonu Programı	Öneri COM (94) 585	O.J.382, 31.12.1994.	* "Menkul Kıymetler Tazmin Fonu İşleyişi Hakkında Yönetmelik", RGT 24.9.1982. * Menkul Kıymetler Tazmin Fonu Sirküleri; RGT 01.02.1983. * "Yatırımcıları Koruma Fonu"; SPK 2499; 15.12.1999; Madde 46/A. * "Yatırımcıları Koruma Fonu"; SPK 4487; 15.12.1999; Madde 23, 24.
Farklı Ülkelerde Faaliyet Gösteren Firmaların Vergilendirilmesinde Ortak Sistem Uygulanması; Vergi Beyanında Bilgilendirme.	90/435/EEC 77/388/EEC 77789/EEC	O.J. L 145, 13.6.1977.	Vergi uyumlaşmasında Türkiye açısından ele alınacak hukuki kaynaklar: * Gelirler Vergisi Kanunu, 193, 31.12.1960. * Kurumlar Vergisi Kanunu, 5422, 3.6.1949. * Vergi Usul Kanunu, 213, 4.1.1961. * Damga Vergisi Kanunu, 488, 1.7.1964. AB ülkeleri ile yapılan çifte vergilendirmeyi ve vergi kaçakçılığını önleme anlaşmaları

2.3. Finansal Piyasalar Açısından AB Aksiyon Planı ve Türkiye

Tablo 2: Finansal Piyasalar Açısından AB Aksiyon Planı ve Türkiye

AB Genelinde Sermaye Birikiminin Artırılması			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Üye Ülke Piyasalarında Farklı İzahname Düzenlemelerinin Direktifle Uyumunu	<ul style="list-style-type: none"> İzahnamelerin karşılıklı tanınmasına ilişkin kısıtlamaların kaldırılması. 	2002	AB kapsamındaki izahname standartlarıyla benzerlik sağlanmalıdır. Bunlar arasında şirketlerin dönem sonlarında bekledikleri kar ve zarar tahminlerini gerekçeleri ile birlikte açıklamaları da yer almaktadır.
Kote Şirketlerin Düzenli Raporlamasına İlişkin Direktifin (82/121/EEC) Güncellenmesi	<ul style="list-style-type: none"> Hızlı ve kaliteli bilgi aktarımı ile piyasada güveni artırmak. Piyasaya daha fazla sermaye çekmek. 	2002	<ul style="list-style-type: none"> Kamuyu aydınlatmada tam etkinliğe ulaşılması; şirketlere ilişkin bilgilerin eş zamanlı olarak yatırımcıya ulaştırma çalışmalarının hızlandırılması Piyasaya olan güveni artırıcı diğer piyasa unsurlarıyla birlikte şeffaflığın artırılması
Menkul Kıymet ve Türev Piyasaların Entegrasyonunda Ortak Yasal Çerçevenin Oluşturulması			
Kurumsal Yatırımcı ile Bireysel Yatırımcı Ayrımına İlişkin Komisyon Önerisi	<ul style="list-style-type: none"> Yatırımcının korunmasına ilişkin kuralların ortak uygulanması Ülkedeki mevcut işleyişle ilgili kurallardan hangilerinin sınır ötesi menkul kıymet işlemlerinde uygulanacağını belirlenmesi. 	2002	<ul style="list-style-type: none"> Yatırımcıların korunması, Sermaye Piyasası Kanunu'nun temel ilkeleri arasındadır. AB ile uyumda ortak standartların oluşturulması amacıyla ilgili Komisyon çalışmasıyla paralellik sağlanması
Manipülasyona İlişkin Direktif Hazırlanması	Kurumsal yatırımcı ve aracı kurumların suni piyasa oluşturmalarını önleyerek piyasa entegrasyonunu artırmak. Yatırımcı güveninin sağlanması için işlem salonlarına ilişkin ortak disiplinin belirlenmesi.	2003	<ul style="list-style-type: none"> Manipülasyona ilişkin gözetim ve denetim faaliyetleri İMKB ve SPK tarafından yürütülmektedir. Yasal düzenleme açısından ciddi bir uyum sorunu olmamakla birlikte, yargısal işleyiş etkinliği açısından uyum sağlanması Piyasaların etkinlik düzeyinin yükselmesiyle birlikte etkin gözetim ve denetim faaliyetleriyle yapay piyasa hareketlerinin azaltılması

AB Genelinde Sermaye Birikiminin Artırılması			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin Değiştirilmesi (Green Paper)	<ul style="list-style-type: none"> • Yatırım hizmetlerinde entegrasyon ve etkinlik için Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin (ISD) gözden geçirilmesi; • Broker ve Dealerların uzaktan üyelik şeklinde piyasaya girişteki ve hazine bonusu işlemlerine ilişkin engellerin kaldırılması. 	2000	<ul style="list-style-type: none"> • Yatırım hizmetleri direktifine mevcut haliyle uyum sağlamanın ötesinde AB'de hedeflenen uzaktan üyelik sisteminin Türkiye'de de uygulanır hale getirilmesi • Yatırım hizmetleri ile ilgili olarak yürütülen teknik çalışmaların hızlandırılması.
Kote Şirketlerin Mali Tablolarında Uyum			
"Gerçek-değer" Muhasebesine Geçiş İçin, Şirketler Hukukunda 4 . ve 7. Direktiflerin Değiştirilmesi	Avrupa şirketlerine uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak, finansal varlıklarını gerçek değer üzerinden değerlendirme imkanı sağlanması.	2001	Tüm dünyada hızla yaygınlaşan ve AB'nin uygulama aşamasına geldiği gibi, Türkiye için de uluslararası muhasebe standartlarına geçiş hızlandırılmalıdır. Türkiye açısından özellikle yüksek enflasyon, enflasyon muhasebesini zorunlu kılmaktadır ancak, uygulanan ekonomi programı ile bu kısıt kalkabilecektir.
AB Muhasebe Stratejisine İlişkin Komisyon Kararının Güncellenmesi	Uluslararası muhasebe standartlarına göre AB Direktiflerinin geliştirilmesi.	2003	Uluslararası muhasebe standartlarına paralel olarak AB şirketlerinin mali tabloları ile karşılaştırılabilir düzeye gelmesi
4. ve 7. Şirketler Hukuku Direktiflerindeki Muhasebe İlkelerinin Modernizasyonu	4. ve 7. Direktiflerinin "Tek Pazar"ın ihtiyaçlarına uygun olarak, uluslararası muhasebe standartlarına ilişkin gelişmelerin de gözönüne alınarak yenilenmesi.	2002	Sermaye piyasasında halka açık şirketler için AB muhasebe standartlarında yapılacak değişikliklerle benzer şekilde uyumun sağlanması.
AB'de Şirket Denetlemesine İlişkin Komisyon Tavsiyesi	Denetleme standartları ve kalitesinin geliştirilmesi için tedbirlerin alınması.	1999 sonu	Sermaye piyasasındaki denetim standartları ve kalitesi için Avrupa Birliği ile yasal düzenlemelerde uyumun yanı sıra uygulama kalitesinin artırılması.

Menkul Kıymet Takas Sisteminde Sistemik Risk UNSURLU			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Saklama Direktifi'nin Uygulanması	Sistemin etkin işleyebilmesi için AB genelinde, Direktifin uyumlu uygulanması.	2002	Takasbank'ın AB üyeleri takas sistemleri ile entegre çalışabilmesi yönündeki mevcut çalışmaların tamamlanması.
Teminatların Sınır-ötesi Uygulanmasına İlişkin Direktif	Sınır ötesi menkul kıymet işlemlerinde teminata ilişkin yasal çerçevenin açıklığa kavuşturulması.	2003	Takasbank'ın sınır ötesi işlemler nedeniyle teminatlandırma ve takasa ilişkin düzenlemelerinde AB ile uyum sağlanmasına öncelik verilmesi.
Sınır-Ötesi Yeniden Yapılanmada Güven ve Şeffaflık			
Şirket Devralmalarına İlişkin Direktif Önerisi	Hukuki düzenlemelere ilişkin açıklık ve şeffaflık sağlanması.	2000	Sermaye piyasasında şirket ele geçirme ve devralmalarına ilişkin düzenlemelerin kapsamının genişletilmesi, açıklık ve şeffaflık kriterlerine belirginlik getirilmesi.
"Avrupa Şirketi Statüsü" Üzerine Politik Anlaşma	Şirketlerin Pan-Avrupa işlemlerinin tek bir şemsiye altında toplanmasını kolaylaştıracak hukuki düzenlemelerin yapılması. Şirket yönetiminde, işçinin katılımı konusunun açıklığa kavuşturulması.	2000	Türkiye'nin tam üyeliği ile birlikte, bu alandaki yasal düzenleme ve uygulamadaki eksikliklerin belli bir süreç içerisinde giderilmesi hazırlıklarının yapılması.
AB'nde Şirket Yönetim Uygulamalarının Gözden Geçirilmesi	Şirket yönetim rejimleri arasında farklılığa yol açan hukuki ve yönetsel engellerin belirlenmesi.	2000	Sermaye piyasasında yer alan şirketlerin şirket yönetimine ilişkin düzenlemelerde AB ile uyumlu olacak şekilde yönetim şekillerindeki kısıtların kaldırılması.
10. Şirketler Hukuku Direktifinin Değiştirilmesi	Şirketlerin sınır-ötesi birleşmelerine imkan tanınması.	2002	Başta yerel birleşme ve devralmalar olmak üzere, sınır ötesi söz konusu birleşmeler için uygun yasal ortamın sağlanması.
14. Şirketler Hukuku Direktifinin Değiştirilmesi	Şirketlerin yönetimlerinin başka üye ülkedeki gerçek tüzel kişilere ve şirket merkezlerinin diğer üye ülkelere transfer edilebilmesi.	2002	T. Ticaret Kanunu, vergi mevzuatı ve diğer ilgili düzenlemelerin bu çerçevede gözden geçirilmesi.

Yatırımcılara Yönelik Tek Pazar Oluşumu			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Fonlanan Emeklilik Planlarına İlişkin Komisyon Kararı	İkinci kademe emeklilik fonlarından faydalananların haklarının sıkı denetim kuralları ve düzenlemelerle korunması için müzakerelerin başlatılması.	-	Özel emeklilik fonları yasa tasarısının TBMM tarafından kanunlaşmasıyla birlikte fon katılımcılarının haklarının korunmasında AB ile uyumlu hale gelmesi için büyük bir aşama kaydedilebilecektir.
UCITS Direktifi Üzerinde Politik Uzlaşma	1.Teklif: Fonların yatırım yapabileceği varlıkları çeşitlendirerek kolektif yatırımların sınır-ötesi pazarlanmalarının önündeki engellerin kaldırılması. 2.Teklif: Portföy yönetim şirketlerinin faaliyet alanlarının geliştirilerek Avrupa çapında erişim sağlanması.	2000	<ul style="list-style-type: none"> • Yatırım fonlarının AB şirket menkul kıymetlerine yatırım yapmasında esneklik getirilmesi • Yatırım fonlarının sınır-ötesi pazarlama ve satışlarına ilişkin sınırlamaların kaldırılması.
Emeklilik Fonlarında Basiretli Denetim	Emeklilik fonlarının basiretli denetimine ilişkin Direktif önerisi hazırlanması. Bu Direktif AB’de mevcut fonların farklılıklarını dikkate alarak; izin, raporlama, uygunluk kriterleri ve varlık ve yatırımlara ilişkin kuralları kapsayacaktır.	2002	<ul style="list-style-type: none"> • Emeklilik fonları hakkında özel emeklilik yasasını müteakiben ayrıntılı olarak izin, raporlama, uygunluk kriterleri ve varlık ve yatırım kurallarının “basiretli yönetim ve denetim” ilkesi ve kurallarının düzenlenmesi. • Düzenlemelerde AB standartları ile uyumun dikkate alınması.
Açık ve Güvenli Perakende Piyasalar			
Finansal Hizmetlerin Uzaktan Satışına İlişkin Direktif Teklifi Üzerinde Politik Uzlaşma	Teklif, doğrudan tüketiciye (yatırımcıya) yönelik pazarlama ve satış tekniklerine ilişkin kuralların yakınlaştırılmasını amaçlamaktadır. Böylece, tüketicilerin istenmeyen pazarlama teknikleriyle karşılaşmaları engellenecektir.	2000	Teknolojik gelişmelerle birlikte tüketici (yatırımcı) tatmininin maksimizasyonu için yeni pazarlama, satış teknik ve kurallarında ilerleme sağlanması.

Açık ve Güvenli Perakende Piyasalar			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Yaygın ve Açık Bilgi Akışına İlişkin Komisyon Kararı	Sınır-ötesi hizmet sağlayanların hizmetlerinde güvenilirliğin oluşturulması ve performanslarının değerlendirilebilmesi için tüketicilerin (yatırımcıların) ihtiyaç duydukları bilgi gereksinimlerinin sağlanması. Bu gereksinimlerden perakende finansal hizmetler alanına ilişkin olanların belirlenmesi.	2000	Sınır-ötesi işlemlerde tüketiciye (yatırımcıya) güven, yeterli bilgi sunumu, hizmetlerde asgari güvenilirlik düzeyinin artırılması.
Bilgi Edinimine İlişkin Uygulamanın Desteklenmesine Yönelik Tavsiye (İpotek Kredisi)	Sınır-ötesi ipotek kredisinde sağlanacak bilgi edinimi konusunda Komisyon kararı yayınlanması	1999 sonu	AB'ye tam üyelik sürecinde bu alana ilişkin farklılıkları giderici gelişimin sağlanması
Tüketici-Ticari Kesim Mübadelelerinde Ulusal Düzenlemelerdeki Farklılıklara İlişkin Komisyon Raporu	İlgili finansal hizmetlerde sınır ötesi tüketici-ticari kesim önündeki kısıtlar belirlenecektir. Böylece, orijin ülke kurallarının nasıl uygulanacağı belirlenecek ve ulusal kuralların olup olmadığı belirlenecektir. Sınır ötesi perakende finansal hizmetler alanında tüketici güvenliğini tehlikeye atmaksızın üye devletler ve Avrupa Parlamentosu müzakereleri için amaç belirlenmesi.	2000 sonu	Sınır-ötesi finansal hizmet pazarlanmasının kurallarının düzenlenmesi çerçevesinde olası tam üyelik süreci de dikkate alınarak diğer üye ülkelerle olan farklılıkların giderilmesi ve yaklaşmanın sağlanması
Sigortacılık Hizmetlerinde Serbestiye İlişkin Karar ve Sigorta Aracılarna İlişkin Direktifin Değiştirilmesi Teklifi	Sigorta şirketleri ve acentalarının ve sigortalıların hak ve yükümlülüklerine ilişkin düzenlemelerin açıklığa kavuşturulması ve uyum sağlanması. Sigorta hizmetlerinde sigortalının korunmasına yönelik mesleki standartların geliştirilmesi ve ilgili sigorta kurallarının belirginleştirilmesi.	2002	<ul style="list-style-type: none"> • AB ile benzer olacak şekilde sigorta sektörünün gelişimine engel olan sigorta şirketi, acentalar, sigortalılar üçgenindeki hak ve yükümlülükler açıklık getirilmesi • Mesleki etik kurallarının yerleştirilmesi ve sigortalıların fayda düzeyinin artırılması

Açık ve Güvenli Perakende Piyasalar			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Tek pazarda, Ödemeler İçin Komisyon Kararı	Sınır-ötesi perakende ödemelerde güvenlik ve düşük maliyetin sağlanmasında kamu ve özel şahıslar için bir gösterge oluşturulması sağlanacaktır. Mevcut uygulamada şirketler bu işlemlerde ülke içi ödemeler sisteminden daha yüksek bir kesinti yapmaktadır. Karar, özellikle kredi transferi konusunu ele almakla birlikte kart, çek ve nakit ödemelerini de kapsayacaktır.	1999	Güvenlik ve düşük maliyeti ön plana alıcı kredi transferleri, çek ve nakit ödemelerinde AB üye ülkeleri kalitesine erişilmesi.
Ödemeler Sisteminde, Dolandırıcılık ve Sahteciliği Önlemeye Yönelik Komisyon Faaliyet Planı	Teknik sistemlerin güvenliğini artırarak dolandırıcılığın önlenmesi yolları üzerinde görüş birliğine varılması.	1999 sonu	Ödemeler sisteminde AB'ye tam üyelik sürecine bağlı olmaksızın bir an önce dolandırıcılık ve sahteciliği önlemeye ilişkin teknik tedbirlerin alınması, tam üyelikle birlikte diğer üye ülkelerle gerekli işbirliğine gidilmesi ve uyumun sağlanması.
Finansal Hizmetlerde Elektronik Ticaret Politikasına İlişkin Komisyon Önerisi (Green Paper)	Tüm finansal sektör için teknolojik ilerleme, uluslararası gelişmeler ve mevcut düzenlemeleri dikkate alarak açık ve uyumlu bir politika belirlenmesi.	2000	Finansal kesime ilişkin elektronik işlemler konusunda etkin ve AB'de dahil olmak üzere global uyumu öngören gerekli düzenleme ve teknik ilerleme sağlanmalı.
Sigorta Şirketlerinin Tasfiyesi Direktifinin Benimsenmesi	Tek piyasa içinde sigorta şirketlerinin tasfiyesine yönelik uygun yasal çerçevenin belirlenmesi.	2001	Özel sigorta şirketlerinin tasfiyesi prosedüründe AB ülkelerine benzer düzenlemelere sigortacılık düzenlemelerinde yer verilmelidir.
Bankaların Tasfiyesi Direktifinin Kabulü	Banka tasfiyesinde ortak kurallar ve prosedürün belirlenmesi ve bu konuda yetkili otoritelerin tanımlanması.	2001	Bankaların tasfiyesi konusunda önemli yasal değişiklikler yeni gerçekleştirilmiş olup, Bankalar Kanunu ve oluşturulan Bankacılık Üst Kurulu ile AB'ye uyumlu söz konusu ortak kurallar ve prosedürün belirlenmesi.

Açık ve Güvenli Perakende Piyasalar			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Elektronik Para Direktifinin Kabulü	Sınır ötesi elektronik işlemlerin desteklenmesi için elektronik para kullanımına yönelik yasal çerçevenin belirlenmesi.	2000	Elektronik paranın kapsamı konusunda ulusal düzenlemelerdeki hükümler genişletilirken ilgili AB Direktifinin esas alınması
Para Aklama Direktifinde Değişiklik	Finansal sistemdeki sahtekarlık ve para aklama ile mücadele edilmesi.	2001	Türkiye'de para aklamaya ilişkin düzenlemelerin OECD çalışmaları ve AB düzenlemeleri referansında global uyumlu şekilde etkinliğinin sürdürülmesi
Finansal Ürünlerde Kamuyu Aydınlatma Komisyon Önerisi	Yatırımcıların karar vermelerini kolaylaştırmak ve etkin denetim için banka ve diğer finansal kuruluşların faaliyetleri hakkında kamuyu aydınlatma kurallarını etkinleştirmek.	1999	Sermaye Piyasası Kanunu ve İMKB Kotasyon Yönetmeliği çerçevesinde kamuyu aydınlatma kriterlerinin AB ile benzer şekilde etkinleştirilmesi
Banka ve Yatırım Şirketlerinin Sermayeleri Konusundaki Direktifte Değişiklik	G-10 Basle Bankacılık Denetim Komitesi'nin çalışmalarına uygun olarak banka sermayeleri hakkındaki yasal çerçevenin yeniden gözden geçirilmesi.	2002	Yeni Bankalar Kanunu ile sermaye yapıları güçlendirilen bankalara ilişkin çeşitli düzenlemeler gerçekleştirilmiş olup; Basle Komitesi ve AB'deki gelişmelerle paralellik sağlanması hususunun takip edilmesi ve Türk mali sisteminde sermaye yeterliliğinin takibi ve risk yönetim mekanizmasının yerleştirilmesi
Sigorta Şirketlerinin Yükümlülüklerini Karşılama Konusundaki Direktifte Değişiklik	Sigortalıların korunması amacıyla sigorta şirketlerinin sermaye yapılarının sağlanması.	2003	Sigorta şirketlerinin yükümlülüklerinin karşılanmasında Türkiye'deki mevcut sistemin AB ile uyumlaştırılması
Üçüncü Ülkelerle Bilgi İletişimine İlişkin İzinle Üzerine Sigorta ve Yatırım Hizmetleri Direktiflerinde Değişiklik Önerisi	Finansal istikrarın korunması için uluslararası bilgi iletişiminin desteklenmesi.	2001	İlgili kurumların kendi alanlarındaki yurtdışı kuruluşlarla bilgi iletişimini sağlayacak ittifak faaliyetlerinin yanı sıra, bilgi paylaşım anlaşmaları ve işbirliklerinin yapılması için mevcut düzenlemelerin gözden geçirilmesi

Açık ve Güvenli Perakende Piyasalar			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
“Joint Forum”u Takiben Finansal Şirket Topluluklarına Yönelik Basiretli Yönetim Kurallarının Geliştirilmesi	Sektörel düzenlemelerdeki yasal eksikliklerin giderilmesi ve denetimin etkinleştirilmesi.	2002	Grup şirketlerine ilişkin yasal düzenlemelerin etkinleştirilmesi ve sektörel düzenlemelerdeki eksikliklerin tamamlanması ve etkin denetim mekanizmasının geliştirilmesi.
Menkul Kıymetler Komitesinin Kurulması	Menkul kıymetler alanında düzenleyici resmi bir komitenin oluşturulmasıyla, AB yönetmeliklerinin uyumlu hale getirilmesi sağlanacaktır.	2002	AB Türkiye ilişkileri koordinasyonunda AB genel düzenlemelerinin yanı sıra üye ülkelerdeki yapısal ve yasal düzenleme farklılıklarının giderilebilmesi için bir “menkul kıymetler alt komitesi”nin oluşumu ve etkin çalışmasının sağlanması.
Genel Amaçlar			
Tasarrufların Vergilendirilmesi Direktifinin Onaylanması	Finans sektöründe sermayenin serbest dolaşımını engelleyen, özel tasarruflar üzerindeki vergi uygulama eşitsizliklerinin ortadan kaldırılması.	2000	Vergi düzenlemeleri ve uygulamalarında AB'nin asgari standartlarına uyum çalışmaları ile tam üyelik sürecinde engel teşkil edebilecek vergi uygulama eşitsizliklerinin tespiti ve giderilmesi.
Kurumların Vergilendirilmesine İlişkin 1997 Tarihli Davranış Yasası'nın Yürürlüğe Sokulması	Birlik bünyesinde işletmelerin bölgesel bazda faaliyetlerini olumsuz etkileyen olumsuz vergi etkisinin giderilmesi.	-	AB ile yapılacak müzakerelerde Türkiye'deki bölgesel vergi uygulamalarında uyum süreci de dikkate alınarak Türkiye'nin izleyeceği politika için alt çalışma yapılması.
Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesinin Gözden Geçirilmesi	Sınır-ötesi işlem ve faaliyetlerde maliyetlerin azaltılması ve dezavantajların kaldırılması.	-	Sınır-ötesi portföy yatırımlarının Türkiye'ye yönelmesi için işlem ve faaliyet maliyetleri gözönünde bulundurularak vergisel uyum sürecinde yapılması gereken hususların belirlenmesi .

Genel Amaçlar			
Faaliyet	Amaç	Hedef Zaman	Türkiye
Emeklilik Fonları Üzerindeki Vergi Düzenlemelerinin Koordinasyonuna İlişkin Komisyon Önerisi	Emeğin serbest dolaşımını desteklemek için Vergi Politikaları Grubu'nda tartışıldığı üzere, emeklilik fonlarına sınır ötesi çalışan işçilerin ödedikleri primler üzerindeki vergilendirmenin belirlenmesi.	2002 -	Türkiye'de emeklilik fonları sektörünün geliştirilmesi için yeterli vergi teşviklerinin getirilmesi.
AB'nin Şirket Yönetim İlkelerinin Gözden Geçirilmesi	Şirket yönetim ilkelerindeki yasal ve idari farklılıkların ortadan kaldırılması.		Bu alandaki düzenlemeler ve uygulamalarda Türkiye'deki yapının uygunluğu da dikkate alınarak AB şirket yönetim ilkelerine uyum sağlanması.

III. Türkiye Sermaye Piyasası ve İMKB'nin AB Standartlarına Yasal Uyum

AB ve Türkiye arasındaki ilişkilerin yasal dayanağını Ankara Anlaşması oluşturmaktadır. Türkiye ve AB, çeşitli sektörel gelişimler dahil olmak üzere rekabet, vergilendirme v.b konularda yakınlaşma için öngörülen hususlardaki gerekliliklerini yerine getirmek durumundadır. Bu kapsamda Gümrük Birliği 1996 Ocak ayında gerçekleştirilmiştir.

Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile finansal sistemde uyumlaştırmanın tamamlanması söz konusudur. İşgücünün serbest dolaşımı ve tam üyeliğe ulaşma hedefi ise, ilişkilerdeki istikrarlı gelişimin devamı ve her iki tarafında üzerinde anlaştıkları taahhütlerini yerine getirilmesine bağlı bir müzakere sürecinde gerçekleşecektir.

Türkiye, 1989'da Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar ve Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile sermaye hareketlerini büyük ölçüde serbestleştirmiştir. Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları da dahil döviz ve dövizli temsil eden belgelere ilişkin işlemlere ilişkin düzenleyici ve sınırlayıcı esaslar bu Karara istinaden belirlenmektedir.

AB'nin sermaye hareketleri Direktiflerine uygun olarak, uluslararası portföy yatırımları da serbestleştirilmiştir. Sermaye hareketlerinin takibi ve istatistiki bilgi oluşumu için "yurtiçinde ve yurtdışında yerleşik kişiler" adına menkul kıymet alım-satım faaliyetinde bulunan aracı kurum ve ban-

kaların, bu işlemlerle ilgili olmak üzere üçer aylık dönemler halinde Merkez Bankasına bildirim yükümlülüğü bulunmaktadır. Aracı kurumlarda aylık bazda yabancılar adına yaptıkları menkul kıymet işlemlerini İMKB ve Sermaye Piyasası Kuruluna bildirmektedirler.

Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile yabancıların doğrudan yatırımları sonucu elde ettikleri kar ve anasermaye ile hisselerin transferine ilişkin özendirici hükümler getirilmiştir. 1986 yılında yürürlüğe giren Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı ile; yabancı şirketler ülkenin ekonomik kalkınmasında yarar sağlamaktadır.

Türk menkul kıymetlerinin ve diğer sermaye piyasası araçlarının Türkiye’de alım-satımı ve bunlara ilişkin gelirler ile satış bedellerinin yurtdışına transferi serbesttir. Yurtdışında yerleşik olanlar aynı zamanda, Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde Türkiye’de menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilme ve halka arz etmek suretiyle satış işlemlerini yapabilmektedirler.

Avrupa Birliği ülkeleri 31 Aralık 1995 itibariyle sermaye hareketleri konusunda tam serbestiye geçmiştir. Ekonomik birliğin ve para birliğinin oluşumunun ciddi olarak tehlikeye girmesi hallerinde sermaye hareketlerini kısıtlama tedbirlerini uygulama konusunda istisna hükümleri halen geçerlidir. Sermaye hareketlerini serbestleştirme konusunda yasal düzenleme ve uygulama alanında 1980’den beri liberalizasyon politikaları uygulayan Türkiye, Avrupa Birliği’ne tam üyelik sürecinde uyumda zorlanmayacaktır.

Sermaye piyasalarına ilişkin yasal düzenlemeler açısından ilgili konular sermaye hareketleri serbestisinin ötesinde;

1. yatırım hizmetlerinde serbesti,
2. sermaye yeterliliği,
3. borsalarda kotasyon kriterleri,
4. içeriden öğrenenlerin ticareti,
5. büyük miktartlı işlemler,
6. şirket birleşme ve ele geçirmeleri,
7. yatırım fonları,
8. emeklilik fonları,
9. finansal hizmetlerin uzaktan pazarlaması,
10. elektronik imza,
11. takas ve saklama,
12. yatırımcı tazmin fonu,
13. şirketler hukuku ve vergilendirme

olarak belirlenmiş ve aşağıda alt başlıklar halinde ele alınarak Türkiye’nin uyumu karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir.

3.1. Menkul Kıymet Yatırım Hizmetlerinde Serbesti

Tablo 3: Menkul Kıymet Yatırım Hizmetlerinde Serbesti

Konu	AB	Türkiye
Yatırım Şirketi Sayılanlar	<p>Tüm yatırım şirketleri için geçerli olup; Direktifte belirtilen kıstaslar dahilinde kredi kurumlarına da uygulanır.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 77/780/EEC ve 89/646/EEC Direktifleri ile yetkilendirilmiş kredi kuruluşları, • Yatırım Hizmetleri Direktifi, 89/646/EEC ve 93/6/EEC Direktiflerinin ortaya koyduğu kurallara uygun ve üçüncü bir ülke tarafından yetkilendirilmiş yatırım şirketleri veya kredi kuruluşlarının şubeleri, • Bir üye ülkenin kanunları doğrultusunda katılım belgelerinin halka pazarlanması konusunda yetkilendirilmiş yatırım ortaklıkları ve menkul kıymetleri borsada kote edilmiş veya üçüncü bir ülkenin düzenli bir piyasasında işlem gören ve 77/91/EEC Direktifinde tanımlanmış yatırım şirketleri. 	<p>Sermaye Piyasası Kurumları:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Aracı Kurumlar, 2. Yatırım Ortaklıkları 3. Yatırım Fonları 4. Diğer kurumlar
Yatırım Hizmetleri	<p>Temel Hizmetler</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Finansal araçlara ilişkin emirlerin yatırımcılara iletilmesi 2. Emirlerin kişisel hesaplar dışında uygulanması 3. Finansal araçların kişisel hesaplar için ticareti 4. Finansal araçlardan oluşan portföyleri, müşteri bazında ayırım yaparak yöneten yatırımcılar 5. Finansal araçlara ilişkin ihraçların yüklenimi ve/veya ihraçların tamamlanması <p>Temel Olmayan Hizmetler</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Finansal araçların yönetimi ve saklanmasına ilişkin hizmetler 2. Saklama hizmetleri 3. İşlem amaçlı verilen ve kredi ve/veya borcu veren şirketin de dahil olduğu kredi hizmetleri 4. Sermaye yapısı, endüstriyel strateji ve şirket birleşmeleri ve satın almaları konularında danışmanlık hizmetleri 5. Yüklenim hizmetleri 	<p>4487 ve 3794 sayılı Kanunlarla değişik Sermaye Piyasası Kanunu, oldukça geniş bir çerçevede sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin tüm aracılık faaliyetlerini kapsayıcı yetkili kuruluşların; kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, alım-satım işlemlerinde aracılık yapmasına imkan tanımaktadır. Bu faaliyetleri yapabilmek için SPK'dan izin alınması ve yetki belgelerine sahip olunması gerekmektedir.</p> <p>Sermaye Piyasası Faaliyetleri:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık 2. Daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım-satımı

	<p>6. Finansal araçlar hakkında yatırım danışmanlığı hizmetleri</p> <p>7. Yatırım hizmetleri bağlamında döviz alım-satım hizmetleri.</p>	<p>3. Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık</p> <p>4. Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı</p> <p>5. Yatırım danışmanlığı</p> <p>6. Portföy işletmeciliği ve yöneticiliğidir.</p> <p>• SPK kanunu'nun 34. Maddesine göre, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacak yabancı kuruluşlara ilişkin esaslar SPK kurulunca belirlenmektedir.</p>
Devredilebilir Menkul Kıymetler	<p>1. Devredilebilir hisse senetleri</p> <p>2. Kolektif yatırım ortaklık veya fonları</p> <p>3. Para piyasası araçları</p> <p>4. Parasal eşdeğerdeki finansal araçları içeren finansal future sözleşmeleri</p> <p>5. Forward faiz sözleşmeleri (FRA's)</p> <p>6. Faiz, döviz ve hisse senedi swapları</p> <p>7. Bu bölüm kapsamında olan, özellikle döviz kuru ve faiz oranı gibi finansal araçların, parasal eşdeğerdeki anlaşmaları da içeren, sahip olma veya elde tutma amaçlı opsiyon sözleşmeleri.</p>	<p>1. Hisse Senedi ve Hisse Senedi Türevleri</p> <p>2. Tahvil ve Tahvil türevleri</p> <p>3. Gelir Ortaklığı Senetleri</p> <p>4. Banka Bonoları</p> <p>5. Banka Garantili Bonolar</p> <p>6. Finansman Bonoları</p> <p>7. VDMK.</p>
Orijin Ülke	<p>1. Yatırım firmasının gerçek kişi olması durumunda, firma merkezinin yer aldığı üye ülke.</p> <p>2. Yatırım firmasının tüzel kişi olması durumunda, işyerinin kayıtlı olduğu üye ülke veya bağlı ülke kanunları doğrultusunda kayıtlı işyeri bulunmuyorsa firma merkezinin yer aldığı üye ülke.</p> <p>3. Bir pazar söz konusu ise, ticari olanakları sağlayan kurumun işyerinin kayıtlı olduğu üye ülke, ulusal kanunlarının doğrultusunda kayıtlı işyeri bulunmuyorsa firma merkezinin bulunduğu üye ülke.</p>	<p>AB'ye uyum sürecinde orijin ülke esasının uygulanması gerekli olacaktır.</p>

Muafiyetler	Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin "muafiyetler" konusunda üye ülkeler arasında farklılık bulunmaktadır. Örneğin Avusturya'da sigorta şirketlerine, merkez bankalarına ve kolektif yatırım ortaklıklarına muafiyetler tanınmıştır. Direktifin 11. Maddesinin, sofistike (profesyonel) yatırımcı ve perakende nitelikli (bireysel) yatırımcı ayırımının netleşmemesi nedeniyle henüz üye ülkelerde farklı uygulamalar söz konusudur. "Düzenli piyasa" tanımındaki koşulların yeterli olmaması nedeniyle yine farklılıklar söz konusu olmaktadır (Direktif Md. 1.13).	Tam üyelik durumunda benzer muafiyetler gündeme gelebilecektir. Yatırım hizmetleri Direktifinde net olmayan hükümler itibarıyla Türkiye'nin asgari koşulları sağlamada zorluk çekmeyeceği açıktır. Ancak, mevcut aracı kurumlarımızın AB'deki kurumlarla rekabet edebilir yapıya bir an önce kavuşması hedeflenmelidir.
Piyasaya Girişte Uyum	Düzenli piyasalara üyelik ve giriş bakımından İspanya, Yunanistan ve Portekiz'e tanınmış olan geçiş sürecinin 1999 yılında tamamlanmasını takiben ek bir süre tanınmasına gerek görülmemekle birlikte konu tartışmada kalmaktadır.	Tam üyelik halinde; İMKB piyasalarına giriş kurallarında istisnalar mümkün olabilir. Özellikle AB üyesi ülkelerde faaliyette bulunan yetkilendirilmiş aracı kurumların Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetleri izninde asgari şartların belirlenmesi gerekli olacaktır. Ayrıca, uzaktan üyelik koşullarına ilişkin yöntemler belirlenmelidir.
Yatırım Firmalarının Standardı ve Sorumlulukları	<p>Üye ülkelerde yatırım firmalarına yetki verilmesini ve geri alınmasını belirleyen kritere göre;</p> <p>-Her yatırım firmasının teklif edilen faaliyetler için yeterli finansal kaynağı olması,</p> <p>-Yöneticilerin yeterli deneyime sahip olmaları,</p> <p>-İştirakleri ellerinde bulunduranların her bakımdan uygunluğu,</p> <p>-Yetkilendirilmek için yapılan başvuruların bir dizi işlemle beraber yapılması gerekmektedir.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Üye ülkelerin bir ya da birkaç şirketi tarafından üçüncü bir ülkede yapacağı doğrudan ya da dolaylı yatırımla kuracakları şirketleri Komisyon'a bildirmeleri gerekmektedir. • Yatırım firmalarının denetiminde, orijin ülke yetkili makamları sorumludur. • İdari kuralların uygulanması ve bunlara sağlanan uyumun incelenmesinde yetkili otoriteler, kuralların uygulanmasında kamu yararını dikkate alacaktır. 	<ul style="list-style-type: none"> • Aracı kurumların ve branşlarının karşılıklı tanınması ve orijin ülke esaslarının uygulanması gündeme gelecektir. • Bu takdirde, AB üyesi ülkelerde sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan yatırım şirketlerine Türkiye'de de faaliyet izinleri söz konusu esaslar dahilinde verilecektir. • Öte yandan, karşılıklılık esasına uygun olarak Türkiye'deki yatırım firmaları denetiminde yetkili makamlar bu yetkisini sürdürecektir ve bir AB ülkesinin yatırım firması Türkiye'de faaliyet gösterdiğinde bu denetim esaslarına uyacaktır.

<ul style="list-style-type: none"> • Yatırım firmalarındaki değişiklikler denetleyici otoritelere bildirilmeli ve yeni hisse sahiplerinin katılımlarının uygunluğu sağlanmalıdır. • Yatırım firmaları yatırımcıya hangi tazmin sisteminin kullanıldığını bildirmek zorundadır. • Diğer üye devlette yetkili yatırım firması, orijin ülkedeki iletişim araçlarını kullanarak reklam yapabilir. • Üye ülkeler diğer üye ülkelerin yetkili yatırım firmalarına kendi ülkelerinde şube açarak veya diğer yollarla hizmette bulunmalarına izin vermelidir. • Belirli durumlarda üye ülke, yatırım hizmetleriyle ilgili işlemlerin organize edilmiş bir piyasada yürütülmesini isteyebilir. Yatırım firmaları, organize piyasalara üye olabilirler. • Orijin ülkede, karşı ülke firmalarınca şube açıldığında veya hizmet verilmeye başlandığında bildiri kuralları ve formaliteler yine geçerlidir. • Orijin ülke veya karşı ülke yetkililerince, yatırım firmasının şube açmasında veya hizmet sunumunda, orijin ülkedeki yasal koşullara uyum sağlanmadığında izlenmesi gereken prosedürler uygulanacaktır. 	<ul style="list-style-type: none"> • Türk aracı kurumları AB sermaye piyasalarında aynı koşullarda işlemlerde bulunma hakkını edinebilecektir. • Yatırımcıların tazmini açısından, yatırım hesaplarının açılması esnasında uygulanan tazmin sistemi hakkında yatırımcıların bilgilendirilmesi gerekli olmaktadır.
---	---

3.2. Sermaye Yeterliliği

Tablo 4: Sermaye Yeterliliği

Konu	AB	Türkiye
Tanımlar	<ul style="list-style-type: none"> İşlem defteri faaliyetleri Özkaynaklar Özsermaye Sermaye yeterliliği tabanı Risk karşılıkları: Pozisyon riski Net pozisyon Karşı taraf riski 	<ul style="list-style-type: none"> Özsermaye Sermaye yeterliliği tabanı Risk karşılıkları Pozisyon riski Net pozisyon Karşı taraf riski
Asgari Özsermaye	<ul style="list-style-type: none"> 125.000 Euro faaliyet kısıtında - 50.000 Euro -730.000 Euro arasındadır. 	<ul style="list-style-type: none"> 500 milyar TL.(Yaklaşık 900.000 Euro) alım-satım aracılığında 90 milyar: 1. halka arza aracılığında alım satım faaliyetlerinde %50 2. özsermaye men.kıy alma ve satma taah. %50 3. portföy yöneticiliği %40 4. yatırım danışmanlığı %10 5. vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine aracılık %100
Sermaye Yeterliliği Tabanı	<ul style="list-style-type: none"> özkaynakların her altı ayda bir önceki dönem bazında hesaplaması. 	<ul style="list-style-type: none"> asgari yeniden değerlendirme oranının %80'i kadar ve ilgili yılın 6.ayına kadar sağlanacak %25'i ödenmiş veya çıkarılmış sermaye olacak asgari özsermaye, risk karşılığı, son üç aydaki faaliyet giderinin birinden az olamaz
Genel Borçlanma Sınırı	<ul style="list-style-type: none"> birleşmelerde: birleşenlerin toplam özkaynakları kadar. 	<ul style="list-style-type: none"> aracılık yüklenimleri kaynaklı borç ve taahhütleri takas kurumlarına ve müşterilerine olan borçları dahil bilançodaki tüm kısa ve uzun vadeli borçların cari değerleri sermaye yeterliliği tabanının 15 katını aşamaz
Likidite Yükümlülüğü		<ul style="list-style-type: none"> en az kısa vadeli borçları kadar

Sermaye Güçlendirilmesi		<ul style="list-style-type: none"> • aracılık yüklenimlerdeki pozisyon riski için %0.05 karşılık ayırma • genel borçlanma sınırı:sermaye yeterliliği tabanının 30 katı • kredili menkul kıymet, açığa satış ve ödünç menkul kıymet işlemleri toplamı: özsermayenin 4 katı • bir müşteriye açılacak kredi tutarı özsermayenin %30' u kadar • Aracı kurum birleşmeleri ve devirlerinde; • 1. yıl sonu asgari özsermaye tutarının 5 katı • 2. yıl sonu asgari özsermaye tutarının 10 katı ve diğer özel hükümler; pozisyon riski %1, genel borçlanma sınırı 20 kat, kredili menkul kıymet, açığa satış ve ödünç menkul kıymet işlemleri toplamı: özsermayenin 3 katı • bir müşteriye açılacak kredi tutarı özsermayenin %20'si kadar
Teminat: Risk Karşılığı	<p>I. Pozisyon riski:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Değiştirilebilir menkul kıymet hariç netleştirme ve net pozisyon • Vadeli işlemler delta değerleri ile belirleme • Özel risk: Kamu ihraçları-%0;6 ay- 24 ay-%0.25-%1-%1.60; diğer-58 • Genel risk-vade ve süre bazında: %3 ve daha fazla ve %3' den az; vade ve getirilere göre ağırlıklandırma • Sermaye Yükümlülüğü Toplamı: 1. Vade kesitli karşılaştırmalı ağırlıklı pozisyonun %10 • 1.bölge-0-12 ay:%40 	<p>I. Pozisyon riski:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ters repo işlemindeki araçlar hariç diğer sermaye piyasası araçları için; • netleştirme ve net pozisyon belirleme • aracılık yükleniminde pozisyon riski %2 • satış süresi bittikten sonra 1. Gün-6.güne göre %10-%100 aralığında değişmekte • vadeli işlemlerde delta değerlerini dikkate alma

<ul style="list-style-type: none"> • 2.bölge1-4 yıl: %30 • 3.bölge-4-20 yıl: %30 • 1-2 bölge arası ve 3. ve 4.bölge arası %40 <p>2.süre bazında:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Her bölge süre değeri ağırlıklı pozisyonların %25 • 1.ve 2.bölge arası ve 2.ile 3. bölge arası %40 • 1.ve 3.bölge arası pozisyonların %150 • geri kalanların %100 <p>Ortaklık Hakkı Veren Araçlar:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Net fazla ve net açık pozisyon arası fark: net pozisyon • Özel risk: brüt pozisyon çarpı %4 • Bireysel pozisyon toplam portföy değerinin %5'ini geçmeyecek (% 50 portföyü geçmemek üzere %10' a kadar izin) • Genel Risk: net pozisyon çarpı %8 <p>Aracılık yüklenimi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yüklenimlere göre net pozisyon hesaplanması • eksiltme faktörleri ile net pozisyon eksiltme: 0.gün-%100; 1.gün-%90; 2.ve3.-%75; 4.gün-%50; 5.gün-%25; 5. günden sonra %0 <p>II.Takas ve karşı taraf riski:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Takas/teslim riski; takas gününden 5-45 gün geçmesinde 5-15; %8 çarpı %0.5; 16-30 %50 çarpı 4; 31-45: %75 çarpı 9 ve diğer %100 • Karşı taraf riski: nakit veya men. kıy. değeri çarpı %8 • Diğer riskler <p>III.Döviz kuru riski: Net döviz kuru pozisyonu özkaynakların %2 yi aşması durumunda fon tutarı %8 ile çarpılır</p> <p>IV.Diğer riskler: Yatırım kuruluşu bir önceki yılın sabit yönetim giderlerinin 1/4'ü kadar özkaynak bulundurmak zorundadır.</p>	<p>II. Karşı taraf riski: Teminat açığı dikkate alınarak hesaplanır</p> <ul style="list-style-type: none"> • yurtiçindeki derecelendirilmiş yurtdışındaki kurumsal yatırımcılarından alacaklardaki teminat açığının %5 • diğer kişi ve kuruluşlarda %100 • menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlemlerinde; repo ve ters repo işlemleri (satılan aracın aracı kurumun emanetinde bırakılması hariç): %5-%100 arasında karşılık ayrılır. <p>Karşı taraf riskinde:</p> <ul style="list-style-type: none"> • aracı kurum verdiği kredi ve ödünç kıymet karşılığında yeterli teminat alınmalıdır. • Riskten kaçınmak için kamu kurumları ile işlem yapılmaktadır. • Karşı taraf için karşılık ayrılması: her müşteri bir "karşı taraftır". Karşı taraf riski için; alacağın cari değerinin hesaplanması; teminatların belirlenmesi ve teminatların varlık cinsinin ayrılması ve cari değerlerinin hesaplanması ve bunlardan pozisyon riski kadar tutarın indirilmesi suretiyle alacağın cari değeri üzerinden farkı karşı taraf riski hesaplanır. <p>III.Yoğunlaşma riski: Aracı kurumun varlık veya yükümlüğünün sermaye yeterliliği tabanının önemli bir oranını oluşturması riskidir.</p>
---	---

<p>V. Büyük miktarda riskler: Madde 5 (2)'de belirtilen kuruluşlar, bireysel müşteriler ve 92/121/EEC sayılı Direktif'te tanımlanan müşterilerle ilişkili gruplarla ilgili olan risklerini gözetim ve kontrolle yükümlüdürler.</p> <p>VI. Emtia riskleri: Yatırım kuruluşunun her emtia için tutması gereken sermaye gereksinimi aşağıdakilerin toplamı kadardır;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Uzun veya kısa net pozisyonun, emtianın spot piyasa fiyatı ile çarpılarak bulunan değerinin % 15'i • Uzun ve kısa toplam brüt pozisyonun, emtianın spot piyasa fiyatı ile çarpılarak bulunan değerinin % 3'ü 	<ul style="list-style-type: none"> • Bir ihraçcının araçlarının alacakları toplamı veya pozisyon riski kalemlerinin sermaye yeterliliği tabanı; a) %40-%60 aşan kısım pozisyon riskindeki oranın 3 katı b) %60-%80'ine kadar olması aşan kısım için pozisyon riski oranının 4 katı c) %80-%100 için 5 katı d) %100-%250 sine kadar 6 katı e) %250 9 katı <p>azami risk karşılığı ilgili kalemin cari değerinden fazla olamaz</p> <p>IV. Döviz kuru riski: Net açık pozisyonların toplamı</p> <ul style="list-style-type: none"> a) her bir döviz cinsi varlıklar -yükümlülükler b) döviz cinsi vadeli işlem sözleşmeleri ve benzeri sözleşmelere ilişkin açık uzun ve kısa pozisyonların netleştirilmesi c) döviz üzerine opsiyon sözleşmeleri cari değeri çarpı deltası <ul style="list-style-type: none"> • net açık uzun ve net açık kısa pozisyon toplamından büyük olanının sermaye yeterliliği tabanının %2 sini aşmasında aşan kısmın %8'i döviz kuru riskidir. <ul style="list-style-type: none"> • AB Direktifi kapsamında düzeltmelerle eklenen emtia riskleri SPK seri V. No 34 SPK 'ya aylık bildirim tablosunda diğer kalemi altında belirtilebilir.
---	---

<p>Risk İzleme</p>	<p>İç modeller:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yetkili otoriteler, burada yer alan şartları sağlayan yatırım kuruluşlarının, pozisyon riski, döviz riski, ve/veya emtia riski için I, III ve VII nolu eklerde tanımlanan yöntemler ile kombine şekilde veya bunların yerine kendi risk yönetim modellerini kullanmalarına izin verebilir. • İç risk-yönetim modeli, yatırım kuruluşunun günlük risk yönetim sürecine entegre edilir ve kuruluşun üst düzey yönetimine karşılaşılan riskler ile ilgili rapor sunar. • Yatırımcı kuruluş, işlem biriminden bağımsız olarak üst düzey yönetime rapor sunacak bir risk kontrol birimine sahip olacaktır. Bu birim, kuruluşun risk yönetim sistemini dizayn etmek ve uygulamaktan sorumlu olmalıdır. Risk kontrol biriminde görev yapacak personel, ileri düzey karmaşık modellerle çalışabilecek biçimde seçilmelidir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Risk yönetimine ilişkin modeller Türkiye’de SPK Sermaye Yeterliliği Tebliğinde ayrıntılı değinilmemekle birlikte sermaye piyasasının gelişimi kapsamında risk yönetiminde kullanılacak modellere ilişkin detaylı düzenlemeler yapılabilir. • SPK’nın denetimi altındadır. Yükümlülükler aykırılıklar durumunda Sermaye Yeterliliği Tebliği ile SPK’nın Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği’nin 57. Maddesi hükümleri uygulanmaktadır. • Aykırılıklarda belirli sürelerde aykırılıkların giderilmesi istenir; yerine getirilmediğinde aracı kurumların faaliyetleri geçici durdurma, yetki belgelerinin bir kısmı veya tamamının iptali gibi müeyyideler uygulanır.
<p>Pozisyon Değerlendirme</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Düşük işlem defteri faaliyetleri olanlar hariç, büyük işlemler defter faaliyetleri olanlar günlük bazda hesaplayacaklardır. • Cari değer olmaması durumunda yetkili otoritenin bilgisinde alternatif değerlendirme metodları uygulanmaktadır 	<ul style="list-style-type: none"> • SPK Tebliği hükümleri çerçevesinde belirlenen tablolara uygun risk izleme yöntemlerinin oluşturulması gerekmektedir. • Cari fiyatlar dikkate alınır. Oluşmamış ise Tebliğde belirtilen esaslara göre, değerlemede muhasebe tebliği hükümlerine uyulması gerekir.
<p>Konsolide Denetim</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Ana şirket ve iştiraki olmayanlar tekil bazda • iştiraki ve ortaklıkları bulunanların ana şirketi finansal holdinglerde konsolide bazda 	<p>Özsermayeden yönetim ve denetim açısından doğrudan veya dolaylı ilişkili kişi ve kurumlardan olan teminatsız alacaklar ile bunların ihraç ettiği piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçları kalemleri indirilir.</p>

Raporlama Yükümlülükleri	<ul style="list-style-type: none"> • Üye ülkeler, yatırım şirketleri ve kredi kuruluşlarından Direktif kapsamındaki belgeleri orijin ülkelere sunmalarını isteyeceklerdir. • Yatırım şirketleri (sermayesi 730.000 Euro) ayda 1; 125.000 Euro olanların 3 ayda bir; 50.000 Euro sermaye olanların 6 ayda bir raporlama yükümlülükleri bulunmaktadır. • Repo ve ters repo anlaşmaları veya menkul kıymet ödünç alım ve verim işlemlerinde karşı taraf yükümlülüklerinin derhal yerine getirilmemesi durumunda yetkili otorite derhal bilgilendirilecektir. • Direktif hükümlerinin üye ülkeler tarafından yerine getirilmesi durumuna ilişkin olarak Komisyon Konseyi bilgilendirecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Hesaplama günü; SPK'ya aylık bazlı bildirim; bağımsız denetim kuruluşlarının görüşlerinin Seri X. No.16 çerçevesinde alınması ve yükümlülüklerle aykırılıklarda uygulanacak hükümler olarak ifade edilebilir. • SPK'ya Sermaye Piyasası Faaliyetleri Aylık Bildirim Tablosu'nun aylık bazda bildirimini • Alım-satım aracılığı faaliyetleri • Özsermaye • kredili menkul kıymet, açığa satış ve ödünç işlemleri • banka kaynaklı kredilere karşılık teminata verilen menkul kıymetler • halka arza aracılıktaki toplam yükümlülük • repo-ters repo • portföy yöneticiliği • teminatsız olan müşteri borçları • temerrüt durumları • yatırım danışmanlığı • Aracı kurumlar hazırladıkları risk karşılığı hesaplama tablosu, sermaye yeterliliği tabanı hesaplama tablosu ile diğer ilgili tablolara ilişkin bağımsız denetim kuruluşlarından görüş almak zorundadırlar
Yetkili Otoriteler	<ul style="list-style-type: none"> • Üye ülkeler (denetim sistemindeki kuruluşlar ve kamu otoriteleri) • Direktif için Avrupa Komisyonuna bildirim 	<ul style="list-style-type: none"> • Aracı kurum faaliyetleri için SPK, kredi kuruluşları için bankacılık üst kurulu

3.3. Borsalarda Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonu ve Kamuyu Aydınlatma

Tablo 5: Borsalarda Kotasyon Kriterlerinin Koordinasyonu ve Kamuyu Aydınlatma

Konu	AB	Türkiye
Şirketin Hukuki Durumu	Şirketin hukuki durumu kuruluşunu ve faaliyetlerini düzenleyen kanun ve diğer düzenlemelerdeki hükümlerle uyum içinde olmalıdır.	İMKB Kotasyon Yönetmeliğinin ortaklık deyimi anonim ortaklıkları ifade etmektedir.
Kotasyon-İşlem Görme	Borsalarda kote olma ve işlem görme arasında paralellik bulunmaktadır	Kote olma ve işlem görme arasında birebir ilişki bulunmamaktadır.
Asgari Şirket Büyüklüğü	Belirlenebilmesi halinde halka açılma aşamasında piyasa değeri, belirlenemiyorsa sermayeye yedekler ve dönem karının (zararının) eklenmesi ile elde edilen değer in asgari 1 milyon Euro olması gerekir. Ancak, yetkili otoriteler yeterli piyasa olacağına inanmaları halinde bu koşul sağlanmadan da kotasyona izin verilebilir. Bir üye ülkede düzenlenmiş, düzenli çalışan ve resmi otoritelerce tanınmış bir başka açık piyasa mevcut ise ve buradaki kotasyon şartları, yukarıda belirtilenlere eşit veya daha az ise üye ülkeler kotasyon için daha yüksek piyasa kapitalizasyonu veya daha fazla sermaye, yedek akçe şartını getirebilirler. Ayrıca, daha önce borsa kotuna alınmış hisse senetlerinin aynı tertipten devamının kotasyonu için yukarıdaki şart uygulanmaz.	Ulusal Pazar'da asgari ödenmiş sermaye şartı 750 milyar TL'dir. İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarında sermaye şartı yoktur.
Şirketin Faaliyet Süresi	Şirketin kotasyon başvurusundan önceki üç mali yıl için yıllık hesaplarının ulusal kanunlara uygun olarak hazırlanmış ve yayınlanmış olması gerekir. Ancak, yetkili otoriteler, tasarruf sahiplerinin veya şirketin lehine olması durumunda ve tasarruf sahiplerinin şirket ve borsa resmi kotuna alınacak hisse senetleri hakkında doğru bir karara ulaşabilecek gerekli bilgilere sahip olması halinde bu zorunluluğu kaldırabilir.	<ul style="list-style-type: none"> Ulusal Pazar için kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması (halka açıklık oranı en az % 25 ise 2 yıl geçmiş olması), İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı'nda ise asgari bir faaliyet süre şartı bulunmamaktadır. Ulusal Pazar'da son yıl ve ilgili ara dönemler dahil olmak üzere mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması ve grup şirketlerinin konsolide mali tablolarının düzenlenmiş olması,

		denetim raporlarının şartlı görüş içermesi durumunda, şartlara neden olan hususların etkilerinin mali tablolara yansıtılmış ve dipnotlarda açıklanmış olması gereklidir.
Kota Alınacak Hisse Senetlerinin Hukuki Durumu ve Tedavülü	Hisse senetlerinin hukuki durumu tabi oldukları kanun ve diğer düzenlemelere uygun olmalıdır ve serbestçe el değiştirebilmelidir. Hisse senetlerinin devrinin kısıtlanmamış olması ve kamunun açık ve uygun bir şekilde aydınlatılması için gerekli düzenlemelerin yapılmış olması halinde, yetkili otoriteler bedelleri tamamen ödenmemiş hisse senetlerinin de serbestçe devrini kabul edebilirler.	<ul style="list-style-type: none"> • SPK Seri: I, No.26 sayılı Tebliğin 5. Maddesine göre, hisse senetlerinin belli bir tertip ve gruba dahil olmaları halinde o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin, aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması, rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması gereklidir. İMKB Kotasyon Yönetmeliğine göre, ilk kotasyon başvurusunda, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması ve esas sözleşmenin menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi gerekir.
Hisse Senetlerinin Dağıtımı ve Halka Açıklık Oranı	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyona kabul tarihinden önce bir veya daha fazla üye ülkede yeterli sayıda hisse senedinin halkın elinde bulunması gereklidir. Bu koşul, hisse senetlerinin, borsa aracılığıyla halka arzında uygulanmaz. Bu durumda, yetkili otoritelerin, hisse senetlerinin borsa aracılığı ile kısa zamanda yeterli sayıda piyasaya dağıtılabileceğine inanmaları halinde kota alınırlar. 	<ul style="list-style-type: none"> • İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 9. Maddesine göre, menkul kıymetlerin piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa Yönetimi'nce önceden belirlenecek kriterlere uygun olması

	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon işlemi aynı tertip hisse senetlerinin devamı için yapılıyorsa sadece son blok değil, tüm hisse senetlerinin piyasaya yeterli şekilde dağılımına göre takdir hakkını kullanabilirler. • Hisse senetleri bir veya daha fazla üye olmayan ülkenin resmi borsa kotuna alınmışsa ve bu ülkelerde yeterli sayıda halka dağılmışsa, yetkili otoriteler yukarıda belirtilen şartları aramayaabilirler. • Kotasyona konu hisse senetleri kayıtlı sermayenin aynı tertip hisse senetleri tarafından temsil edilen kısmının en az % 25'lik bölümünü temsil ediyorsa ve halkın elindeyse veya daha az oranda piyasaya dağılmış olmakla birlikte piyasanın düzenli çalışması bozulmayacaksa hisse senetleri yeterli derecede piyasaya dağılmış kabul edilebilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Halka açıklık oranı ise sermayeleri 750 milyar TL'ye kadar olan ortaklıklar için % 15, sermayeleri 750 milyar ile 1,5 trilyon TL arasında olan ortaklıklar için % 10, sermayeleri 1,5 trilyon TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise % 5 olması, ancak halka açılma tarihini izleyen 3 üncü yıl sonuna kadar nominal sermayelerinin % 15'ine tamamlanacak şekilde hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi gereklidir.
Aynı Tertip Hisse Senetlerinin Kotasyonu	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon başvurusu aynı tertip hisse senetlerinin tümü için yapılmalıdır. Ancak, hisse senedi tertibinin özel anlaşmalarla belli bir süre alım satma konu olmaması, şirket kontrolünü elinde bulunduran gruptan olmaması veya kotasyona konu hisse senedi sahiplerinin herhangi bir zarara uğramayacağını belirlenmesi halinde ve durumdan kamuoyu haberdar edilmek suretiyle, yetkili otoriteler tarafından birinci paragraftaki kural uygulanmaz. 	<ul style="list-style-type: none"> • İMKB Kotasyon Yönetmeliğine göre, ilk kotasyon başvurusu, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması gereklidir.
Hisse Senetlerinin Şekli	<ul style="list-style-type: none"> • Başka bir üye ülkenin şirketlerine ait hisse senetlerinin borsa kotuna alınabilmesi için söz konusu hisse senetlerinin, başvuran şirketin kurulu olduğu üye ülkenin şekil şartlarına uyması gerekli ve yeterlidir. Ancak, hisse senetleri kotasyon başvurusunun yapıldığı üye ülke tarafından aranan şekil şartlarını sağlamıyorsa, bu durum o ülkenin yetkili organlarınca kamuya açıklanması gereklidir. Üye olmayan ülkelerin şirketlerinde ihraç edilen hisse senetleri şekil olarak yatırımcıların korunması için gerekli güvenceyi sağlamalıdır. 	<ul style="list-style-type: none"> • SPK Seri I. No.26 sayılı Tebliğin 5. Maddesine göre, hisse senetlerinin Kurul düzenlemelerine uygun olması zorunludur. Seri :I, No. 5 Sayılı SPK Tebliği, hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkindir. Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar hakkındaki SPKuru'nun Seri:III, No.20 Sayılı Tebliği'nin 12.Maddesine

		göre, yabancı sermaye piyasası araçlarının metninde ve ekinde Türkiye’de bu araçlarla aynı nitelikteki sermaye piyasası araçlarına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan asgari bilgilerin bulunması zorunludur. Ayrıca, Noter onaylı Türkçe metninin satış sırasında tasarruf sahibine verilmesi gereklidir.
Borçlanma Araçlarının Kotasyonu	<ul style="list-style-type: none"> Borçlanma araçlarının borsa kotuna alınmasında ihraççı şirketin ve borçlanma aracının hukuki durumu, borçlanma araçlarının tedavülü, aynı tertip borçlanma araçlarının tümü için yapılması, borçlanma araçlarının şekli yukarıda hisse senetleri için belirtilenlerle aynı hükümleri taşımaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Belirtilen konularda hisse senetleri kotasyonu ile aynı hükümleri taşımaktadır.
Borçlanma Araçlarında Asgari İhraç Tutarı	<ul style="list-style-type: none"> İhraç edilecek borçlanma araçlarının ihraç tutarı 200.000 Euro”dan az olamaz. Bu ön şart ihraç tutarının sabit olmadığı sürekli ihraçlarda uygulanmayacaktır. Yetkili otoritelerin yeterli piyasanın mevcut olduğu kanaatinde olması halinde yukarıdaki şart uygulanmayabilir. 	<ul style="list-style-type: none"> İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nin 9B/2 maddesine göre, ihracın nominal tutarının Borsa Yönetim Kurulunca belirlenen miktardan az olmaması gereklidir. Borsa Yönetim Kurulu ise henüz bir miktar belirlememiştir.
Borçlanma Araçlarının Halka Arzının Kotasyon Başvurusundan Önce Olması	<ul style="list-style-type: none"> Halka arz kotasyon başvurusundan önce yapılması halinde ilk kotasyon işlemi, iştirak taahhütlerinin teslimi süresinin sona ermesinden sonra yapılabilir. Bu sürenin bitiş tarihinin sabit olmadığı borçlanma aracı ihraçında bu kural uygulanmaz. 	<ul style="list-style-type: none"> Borçlanma araçlarının borsa kotuna alınmasında, ihracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması gereklidir.
Hisse Senediyle Değiştirilebilir veya Dönüştürülebilir	<ul style="list-style-type: none"> Hisse senediyle değiştirilebilir ya da varant tahviller, borsa kotuna ancak ilgili hisse senetlerinin aynı borsaya kote edilmiş olması veya düzenlenmiş, düzenli çalışan, genel kabul görmüş bir başka açık borsaya veya eşanlı olarak borsalara kote edilmiş olması halinde kabul edilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Hisse senediyle değiştirilebilir tahvillerin kotasyonu için ilgili hisse senetlerin aynı borsaya kote edilmiş olması şartı aranmamaktadır.

ya da Varantlı Tahvillerin Kotasyonu	<ul style="list-style-type: none"> • Belirtilen şart yetkili otoritelerin söz konusu menkul kıymetlerin değerini belirleyen her türlü bilgiye haiz oldukları kanaatini edindikleri hal-lerde uygulanmayabilir. 	
Kotasyon Başvurusunun Sonuçlandırılma Süresi	Altı ay (Eksiklikler hariç)	60 gün (Eksiklikler hariç)
Aynı Tertipten Yeni İhraç Edilen H. Senetleri Kotasyonu	Şirketler daha önceden kotasyonu yapmış hisse senetleriyle aynı tertip olmak üzere yeni hisse senedi ihraç etmeleri durumunda ve yeni hisse senetlerinin otomatikman borsaya kotasyonu söz konusu olmadığı hallerde, ihraçtan veya hisse senetlerinin serbest alım satımına konu olmasından itibaren en geç 1 yıl içinde borsaya aynı tertip hisse senetlerinin kote edilmesi için başvurmak zorundadırlar.	İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 8. Maddesine göre, hisse senetleri Borsa kotunda bulunan ortaklıklarca bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını yapılması durumunda, sermaye artırım işlemlerinin tamamlanmasını takip eden 15 gün içerisinde, Borsa Başkanlığı'na ilave kotasyon başvurusu yapılması zorunludur.
Hisse Senedi Sahibinin Hakları	<ul style="list-style-type: none"> • Şirketler aynı konumda bulunan hisse senedi sahiplerinin eşit haklardan yararlanmalarını sağlamakla yükümlüdürler. • Şirket, hisse senetlerinin kota alındığı bütün üye ülkelerde, hisse senedi sahiplerinin haklarını kullanabilmeleri için gerekli tüm imkan ve bilgileri sağlayacaktır. Bunlar arasında, hisse senedi sahiplerinin genel kurul toplantılarından haberdar edilerek oy haklarını kullanmaları sağlanacak, temettü dağıtımı, yapılacak sermaye artırımları ile ilgili anlaşmaları, feragat sözleşmeleri, tahsisli artırım ve dönüştürme sözleşmeleri de dahil olmak üzere sirküler ve bildiri yayınlanacak, finansal hizmet vermeyen şirketler, ortaklarının bu haklarını (hisse senetleri bedellerinin ödenmesi, devir gibi) kullanabilmeleri için bir finansal kuruluşu kendi acentası gibi görevlendirecektir. 	SPKanununun 12. Maddesine göre, yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisi, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamaz. İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 18/A maddesine göre, olağan ve olağanüstü Genel Kurul toplantıları, toplantı tarihinden 15 gün önce, toplantı günü, saati ve yerine dair açıklama ile toplantı gündemi; toplantının yapıldığı gün, Genel Kurul toplantısında alınan kararlara ilişkin açıklama yapılır ve toplantı tarihinden itibaren 1 hafta içinde toplantı belgeleri Borsa'ya verilir. Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerine bedelli ve bedelsiz kullanımlarında müşterilerine benzeri hizmetler sunulmaktadır.

Esas Sözleşme Değişikliği	<ul style="list-style-type: none"> • Esas sözleşme değişikliği planlayan şirketler, bu değişiklik taslaklarını hisse senetlerinin borsa kotunda olduğu üye ülkelerin yetkili otoritelerin görüşüne sunacaklardır. Bu görüş alma, genel kurul toplantısından önce yapılacaktır. 	SPKAnununun 11. Maddesine göre, halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinin değiştirilmesi için Sanayi ve Ticaret Bakanlığına başvurulmadan önce Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur.
Yıllık Hesaplar ve Faaliyet Raporu	<ul style="list-style-type: none"> • Şirketler en son mali tablolarını ve son yıla ilişkin faaliyet raporunu mümkün olan en kısa sürede kamunun bilgisine sunmakla yükümlüdürler. Konsolide tabloları da varsa onları da kamuya açıklayacaktır. Yetkili otoriteler yayınlanmayan tabloda yer alan bilgilerin diğerine nazaran önemli ilave bilgiler niteliğinde olmaması halinde şirketten bu tablolardan yalnızca birinin yayınlamasını isteyebilir. 	Borsa şirketleri yılsonu mali tabloları ile birlikte 3,6,9 aylık ara dönem mali tablolarını da Borsa'ya göndermekle yükümlüdürler. İlk kotasyonda grup şirketleri varsa konsolide mali tabloların düzenlenmesi istenmektedir. Ancak, işlem görme esnasında sadece bankaların Bankalar Kanununun 13. Maddesinden kaynaklanan konsolide mali tabloların hazırlanması zorunluluğu bulunmaktadır. Bankalar dışındaki diğer halka açık şirketler hakkında SPKuru'nun Seri:XI, No.10 Sayılı Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğin 4. Maddesi konsolide mali tablo düzenlenmesini şirketin isteğine bırakmıştır. Eğer şirket konsolide mali tablo düzenlemek isterse bu tebliğ hükümlerine uymak zorundadır.
İlave Bilgiler	<ul style="list-style-type: none"> • Şirketler ana faaliyet konularında aktif, pasif yapılarını, mali pozisyonlarını, genel faaliyet hacimlerini veya düzenlerini etkileyebilecek, dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarında önemli oynamalara neden olabilecek değişiklikleri en kısa zamanda yayınlarak, durumdan kamuyu haberdar etmekle yükümlüdürler. • Yetkili otoriteler, bu ilave bilgilerin yayınlanmasının şirketin menfaatlerine zarar getirmesi 	SPK Seri: VIII, No. 20 Sayılı Tebliği şirketlerin kamuya duyurmak zorunda oldukları bilgileri ayrıntılı olarak düzenlemiştir. Benzeri bir düzenleme Kotasyon Yönetmeliğinin bilgi verme yükümlülüğünü düzenleyen 18/A maddesinde de yer almaktadır. Ancak, belirtilen nitelikteki bilgilerin şirket

	<p>halinde şirketi bu yükümlülükten muaf tutabilirler.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Şirketler her hisse senedi tertibiyle ilgili haklarda meydana gelen değişiklikleri gecikmeden yayınlayarak durumdan kamuyu haberdar etmekle yükümlüdürler. Ayrıca, sermaye yapılarında herhangi bir değişiklik olması halinde, bu değişikliklerin meydana gelmesinin hemen akabinde, karşılaştırmalı olarak kamuyu aydınlatmakla yükümlüdürler. 	<p>menfaatlerine zarar vermesi halinde şirketi yükümlülükten muaf tutma konusunda açık bir hüküm bulunmamaktadır.</p>
Yetkili Otoriteler	<p>Üye ülkeler menkul kıymetlerin ülkelerinde bulunan ya da faaliyet gösteren bir borsanın resmi kotuna alınmasında yetkili olacak ve Direktifin uygulanmasını temin edecek ulusal otoriteleri belirleyeceklerdir.</p>	<p>Borsa kotuna alma yetkisi Borsa Yönetim Kurulu'na ait bulunmaktadır.</p>
Kot Başvurusunun Reddi	<p>Yetkili otoriteler yatırımcıların menfaatleri açısından uygun durumda bulunmayan ihraççıların menkul kıymetlerine ilişkin kotasyon başvurularını geri çevirebilirler.</p>	<p>İMKB Kotasyon Yönetmeliği'ne göre, Yönetim Kurulu verilen süre içinde istenen bilgi ve belgeler tamamlanmaz ise, başvuruyu kabul etmeyebilir. Kotasyon şartlarını taşımaması durumunda başvuruyu geri çevirebilir.</p>
Kotasyon Kararına İtiraz	<p>Yetkili otoritelerin menkul kıymetleri resmi borsa kotuna kabul etmemesi veya borsa kotundan çıkarması halinde, bu kararlara mahkeme kanalıyla itiraz edilebilme hakkı bulunmaktadır.</p>	<p>Borsa Yönetim Kurulu'nun borsa kotuna almama ve çıkarma kararlarına karşı İdare Mahkemelerinde dava açma hakkı her zaman için mevcuttur.</p>
Kamuyu Aydınlatma	<p>Her mali yılda en az bir kere faaliyetlere ilişkin rapor hazırlanmak zorundadır</p>	<p>Yılda 4 defa üçer aylık dönemler halinde mali tablo ve dip notları yayınlanmaktadır.</p>
Kotasyon Formu	<ul style="list-style-type: none"> • Üye devletler, menkul kıymetlerin ülkelerinde bulunan ya da faaliyet gösteren bir borsanın resmi kotuna alınmasının kotasyon formunda belirlenecek bilgileri içermesi ve ilanı şartına bağlı olmasını sağlayacaklardır. Kotasyon formunun, borsa kotuna alınması istenen menkul kıymetlerin ve bunları ihraç edenlerin niteliklerine göre, yatırımcıların ve onların yatırım danışmanlarının, ihraççı kuruluşun malvarlığı, mali durumu, 	<ul style="list-style-type: none"> • İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 6B maddesine göre, menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınmasını talep eden ortaklıklarla, içeriği, türü ve şekli Borsa tarafından belirlenen "Kotasyon Bilgi Formu" doldurulur. Bu formlar, ilgili ortaklığı ve ihraç edilen menkul kıymetleri

	<p>faaliyet sonuçları ve gelecekte göstereceği gelişmeler ve söz konusu menkul kıymetlere ilişkin haklar hakkında sağlıklı değerlendirme yapmalarına olanak verecek bilgileri içermesi zorunludur.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yayınlanan kotasyon formlarına son hesap dönemine ait mali tabloların eklenmesi zorunludur. • İhraççı kuruluş konsolide edilmiş ve edilmemiş mali tablolar düzenlediği takdirde bunların tamamının kotasyon formuna eklenmesi zorunludur. Ancak, kotasyon formuna eklenmeyecek mali tabloların önemli ek bilgileri içermemesi koşuluyla, yetkili merciler ihraççı kuruluşun kotasyon formuna yalnız konsolide ya da konsolide edilmemiş mali tablolarından birini eklemesine izin verebilirler. 	<p>tanıtıcı bilgileri içerir.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon başvurusuna son üç yıllık kesinleşmiş ayrıntılı mali tablolar eklenir. • Kota alma şartları arasında grup şirketlerinin konsolide mali tablolarının düzenlenmiş olması aranmaktadır.
Kotasyon Formunun Onaylanması	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon formları yetkili otoritelerce onaylanmadan önce yayınlanamaz. Üye devletler Direktifde öngörülen hususların yerine getirildiği kanaatine varmadan kotasyon formlarının yayınlanmasına izin veremezler. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon Yönetmeliğinin 6B maddesine göre, kotasyon bilgi formunda verilen bilgilerin ilgili ortaklıkça belgeye dayandırılması ve ortaklığın yetkili yöneticilerince imzalanmış olması şarttır. Belgeye dayandırılmayan bilgiler mevcut ise ya da belgeler yeterince açıklayıcı nitelikte görülmez ise, Borsa ilgili ortaklıktan açıklamaları doğrulayıcı yazılı beyan isteyebilir. Ortaklığın mali durumu, menkul kıymetlerin özellikleri, ortaklarına ilişkin bilgiler hakkında bilgi formunda yer alan açıklamaların doğruluğunun onaylanması ilgili kişi, kuruluş ve ortaklıklardan istenebilir. Yetkili otoritelerin onaylaması konusunda doğrudan açık bir hüküm bulunmamaktadır.

Kotasyon Formlarının Yayınlanması	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon formlarının aşağıdaki yollardan biriyle yayınlanması zorunludur. • Menkul kıymetlerin kota alınması istenen ülkede bütün ülke çapında yayınlanan veya dağıtım alanı geniş bir ya da daha çok gazetede ilan etmek, • Menkul kıymetlerin kota kabul edildiği borsa ya da borsaların merkezinde, ihracıcının merkezinde ve menkul kıymetlerin resmi kota alınması istenen üye devlet sınırları içinde bulunan ihraçla ilgili mali hizmetlerin yürütülmesini yüklenen mali kuruluşlar nezdinde kotasyon formundaki bilgileri içeren broşürleri bedelsiz olarak halkın incelemesine açık tutmak • Söz konusu ilan ve inceleme yerlerinin, menkul kıymetin borsa kotuna alınmasının istendiği üye devlet tarafından belirlenen bir yayında yer alması zorunludur. • Kotasyon formunun, borsa kotuna alma işleminin gerçekleştiği günden önce, milli mevzuatla ya da yetkili mercilerce belirlenen makul bir süre içinde ilan edilmesi zorunludur. Makul nedenlere dayandırılma koşuluyla istisnai hallerde, yetkili otoriteler kotasyon formu yayınlamasını aşağıdaki hallerde erteleyebilirler. • Nakit dışında bir değer karşılığı ihraç edilen ve daha önce borsa kotuna alınmış bir tertibe ait olan menkul kıymetler söz konusu ise kota alınmanın gerçekleşmesinden sonra, • Rüçhan hakkı kullanma işlemlerinin başladığı tarihten sonra • Kotasyon formunun kesinleştiği tarihten kota alınmanın yürürlüğe girdiği tarihe kadarki sürede meydana gelen, menkul kıymetlerin değerlendirilmesini etkileyebilecek nitelikteki olayların kotasyon formundaki hususlarda olduğu gibi, yetkili otoritelerce kontrolden geçirilmesi ve kotasyon formu için yetkili otoritelerce belirlenen şekilde yayınlanacak ek kotasyon formuna konu edilmesi zorunludur. 	Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in 40.Maddesine göre, Borsa Yönetimi, menkul kıymetleri borsa kotuna alınan kuruluşlardan, bilgi formunda veya izahnamede bulunan bilgilerden gerekli gördüklerinin ilanını isteyebilir veya gideri ilgili kuruluşça karşılanmak şartıyla, uygun gördüğü şekil, yer ve zamanda ilan ettirebilir.
-----------------------------------	---	--

Birden Fazla Ülkede Kotasyon	<ul style="list-style-type: none"> Herhangi bir üye ülkede kota alınan menkul kıymetlerin, bu kotasyonu takip eden 6 aydan az bir süre içinde başka bir üye ülkede kota alınması kabul edilirse, talebin yapıldığı yetkili otoriteler, menkul kıymetlerin kota alınmasını daha önce kabul etmiş olan yetkili otoritelerle bağlantı kurarlar ve üye ülkenin güncelleştirme, tercüme ve ek bilgi istekleri saklı kalmak üzere, mümkün olduğu sürece ihracçıyı yeni kotasyon formu yayınlama yükümlülüğünden muaf tutarlar. 	Yurtdışında yerleşik ve faaliyet gösteren yabancı kuruluşların menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınması Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanlığın iznine bağlıdır. Yabancı kuruluşlar, menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınması için Yönetmelik'te öngörülen bilgi ve belgeler ile Borsa'ya ve yukarıda belirtilen Bakanlığa başvururlar.
Birleşme, Devralma vb. Yollarla Yeni Kurulan Şirket Kotasyonunda Kamuyu Aydınlatma	<ul style="list-style-type: none"> Borsa kotuna alınma istemi bir ortaklığın devralınması, birden fazla ortaklığın birleşmesi suretiyle yeni bir ortaklık kurulması, bir ortaklığın parçalanması, bir teşebbüsün malvarlığının bir kısmının ya da tamamının devralınması, ele geçirme teklifi ya da aynı sermaye konulması nedeniyle çıkarılan menkul kıymetler için söz konusu ise, kotasyon formu yayınlama yükümlülüğüne ek olarak, bu işlemlerin koşullarını ve esaslarını gösteren belgeler, gerektiğinde açıklık bilançosu ve ihracçı henüz yıllık mali tabloları düzenlenmemişse, profomalarının incelenmek üzere ihracçının merkezinde ve ihracçının mali hizmetlerini yürütmekle görevli mali kuruluşlar nezdinde halkın incelemesine açık tutulur. Yukarıdaki işlemler iki yıllık bir süreden daha önce yapıldığı takdirde, yetkili otoriteler bu yükümlülüklerle istisna getirebilirler. 	<ul style="list-style-type: none"> SPK Kurulu'nun Seri: I, No. 26 Sayılı Tebliği'nin 12. Maddesine göre, TTK ve Kurumlar Vergisi Kanunu hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilecek devralma veya birleşmelerde, taraflardan birisinin halka açık ortaklık olması durumunda, birleşme nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurul'a kaydedtirilmesi zorunludur. Birleşme işlemlerinde taraf olan halka açık ortaklığın birleşme sözleşmesinin onaylanacağı Genel Kurul toplantısından önce belirlenen belgelerle Kurul'a başvurarak onay alınması zorunludur. Birleşme veya devralma hükümleri gereğince işlemler tamamlandıktan sonra ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurul'a kaydedtirilmesi için belirlenen belgelerle Kurul'a başvurulur. İstenen belgeler arasında birleşme veya devir sonrası bilançosunun ve gelir tablosunun birer örneği yer almakla birlikte, proforma mali tablolardan bahsedilmemektedir.

Kotasyon Formunda Yer Alacak Bilgiler	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon formundan ve mali tabloların denetiminden sorumlu olanlara ilişkin bilgiler • Borsa kotuna alınma ile ilgili ve kotasyona konu olan hisse senetlerine ilişkin bilgiler • İhraççı ve sermayeleri hakkında bilgiler • İhraççının faaliyetlerine ilişkin bilgiler • İhraççının aktif-pasifine, mali durumuna ve kar-zarar durumuna ilişkin bilgiler (mukayeseli son üç yıl), • Yürütme, karar ve denetim organları hakkında bilgiler • İhraççının durumundaki yeni gelişmelere ve öngörülere ilişkin bilgiler • Ayrıca aşağıdaki hususlar önem taşımaktadır. • Kotasyon formu taslağının yetkili otoritelere verildiği zamanda, yayınlanacak son yıllık mali tabloların ait bulunduğu hesap döneminin sonundan itibaren geçen sürenin 18 aydan fazla olmaması şarttır. İstisnai durumlarda yetkili otoriteler bu süreyi uzatabilirler. • Üç yıllık dönemde ihraççının hisse senetleri sayısı, sermaye artırımını ya da azaltılması, hisse senetleri gruplarının birleştirilmesi ya da bölünmesi nedenleriyle değişmişse, açıklanan karın mukayese edilebilirliğini sağlamak üzere, düzeltilmesi gerekir, ayrıca düzeltme formülü de açıklanmalıdır. • Son konsolide ve/veya konsolide olmayan mali tabloların ait olduğu hesap döneminin kapanmasından sonra dokuz aydan fazla bir süre geçmişse, en az ilk altı aylık döneme ilişkin olarak ara mali durum tablosu hazırlanarak kotasyon formundaki bilgilere eklenmelidir. Bu ara hesap durumu, denetlenmemişse, durum kotasyon formunda açıklanır. • Son üç hesap dönemine ait fon kaynak ve kullanım tablosu, • Yönetim, karar ve denetim organları üyelerinin kapanmış son hesap döneminde ve cari dönemde 	<ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon formu Borsa Yönetim Kurulunca belirlenen bilgileri içermektedir. AB ile karşılaştırılmalı olarak yeniden düzenlenmesi gereklidir.
---------------------------------------	---	--

	<p>ortaklıkla yaptıkları, nitelikleri ya da koşulları bakımından mutad olmayan işlemlerden, normal faaliyet konusuna girmeyen alımlar, sabit kıymet edinme ya da devri gibi sağladıkları menfaatlerin nitelikleri ve çapları hakkında açıklamalar, bu tür normal olmayan işlemler daha önceki dönemlerde yapılmış ve henüz kesin olarak sonuçlanmamışsa, bunlar hakkında da bilgi verilmelidir,</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yetkili otoritelerce istisna tanınması durumu hariç, ihraçcının en azından cari hesap dönemine ait öngörütleri 	
İzahnamede Yer Alacak Bilgiler	<p>Üye ülkeler devredilebilir menkul kıymetlerin kendi sınırları içinde halka arzı sırasında arzı gerçekleştiren kişi tarafından bir izahnamenin yayımlanmasını temin ederler. Üye ülkeler belirli durumlarda izahname yayımlama zorunluluğuna kısmi ya da tam istisna getirebilirler.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Topluluk içerisinde özel kanunla kurularak yönetilen ve tasarrufların korunması amacıyla kamu kontrolüne tabi olan, yıllık mali tablolarını düzenli olarak yayımlayan kredi kuruluşları ya da benzer finansal kurumların sürekli veya tekrarlanan bir yapıda halka arz ettiği borçluluk senetleri veya bu senetlere eşdeğer menkul kıymetler, • Bir üye ülkenin faaliyetleri süresince devlet tekellerinden yararlanan, özel kanunlarla kurulan ve yönetilen borçları şartsız ve geri çevrilemez şekilde üye ülke devletlerince garanti altına alınan ulusal kuruluşlarca arz edilen menkul kıymetler, • Bir üye ülkenin, özel kanunla kurulup, faaliyetleri bu kanunla düzenlenen borçluluk senetlerinin halka arzı yoluyla devlet kontrolü altında fon oluşturan, temin ettikleri bu kaynakları veya üye ülke devletinin sağladığı diğer kaynaklar aracılığı ile üretimin finansmanını sağlayan ve/veya ilgili üretimi satın alarak şirkete doğrudan kaynak sağlayan tüzel kişiler tarafından arz edilen, ülke kanunlarına göre devlet tarafından 	<p>İzahnamelerde yer alan bilgiler başlıca aşağıdaki başlıklarda toplanmaktadır:</p> <ul style="list-style-type: none"> • İhraççı ve faaliyetleri hakkında bilgiler • Halka arz ve satışla ilgili bilgiler • Mali durum ve mali analizle ilgili bilgiler • Vergilendirme ile ilgili bilgiler • İzahnamenin sorumluluğunu yüklenenlerle ilgili bilgiler <p>SPK Kurulunun Seri: I, No: 26 Nolu Tebliğin 33. Maddesine göre, özelleştirme kapsamındaki ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışında, halka arzın niteliği de dikkate alınarak satışa ve ilana ilişkin süreler ile hisse senedi bedellerinin ödenmesine ilişkin hususlarda Tebliğ'de belirtilen esaslardan farklı esaslar, Kurulca uygun görülmesi halinde uygulanır.</p> <p>Ön izahname, izahname ve ön talep toplama duyurusu ve sirkülerlerin,</p> <ol style="list-style-type: none"> a) Kurul tarafından belirlenen standartlara uygun olması, b) Şirket, aracı kuruluş ve varsa

<p>ve devlet garantisizle borsa kotuna alınma amacına yönelik olarak ihraç edilen borçlanma senetleri.</p> <p>İzahnamenin bir üye ülkede yayımlanmasının ardından 12 ay geçmemişse, aynı ülkede ihraççının farklı bir menkul kıymet için düzenlediği izahname, yalnızca tam izahnamenin yayımlanmasından bu yana meydana gelen menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek nitelikteki değişiklik ve gelişmeleri içerir. Ancak, bu izahname, yalnızca ilişkili olduğu tam izahname ile birlikte yayımlanacak şekilde düzenlenecektir.</p> <p>Halka arzın bir üye ülkede, borsa kotuna alınmanın ise başka bir üye ülkede olması halinde, halka arzı gerçekleştiren taraf, arzın yapıldığı ülkede izahname düzenleme, onay ve dağıtım prosedürlerini, Direktif’de belirtilen halka arz şartlarına uygun olarak gerçekleştirecektir.</p> <p>Halka arza ilişkin izahname, arzın gerçekleşme tarihinden önce yayımlanıp, halkın incelemesine sunulacaktır.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. İzahnameden sorumlu olanlar ve beyanların doğruluğuna ilişkin beyanları, 2. Halka arz edilen menkul kıymetlere ilişkin bilgiler 3. İhraççının sermayesi ve faaliyetleri hakkında bilgiler, 4. İhraççının varlık ve yükümlülükleri, finansal durumu ve karlılığı, 5. İhraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişilerle ilgili bilgiler, 6. İhraççı ve faaliyet sektörü ile ilgili ihraççının değerlendirilmesini etkileyebilecek son bilgi ve gelişmeler ve bunların ileride ortaya çıkabilecek etkileri, takip eden finansal dönem sonu itibarıyla ihraççının işiyle ilgili meydana gelebilecek gelişmelere yönelik eğilimler ve beklentiler, ihraççının en azından içinde bulunulan mali döneme ait tahminleri, 	<p>konsorsiyum üyeleri tarafından imzalanması,</p> <p>c) Bu belgelerde denetlenen dönemlere ilişkin mali tabloların bağımsız denetleme kuruluşlarınca onaylanması zorunludur.</p> <p>Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Aracı kuruluşlar da bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler hariç, bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasından sorumludurlar.</p> <p>Sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların nominal değerleri toplamı 1,5 milyar TL'nin ve oran olarak satışa sunulan hisse senetlerinin nominal değerinin % 1'inin altında kalırsa, ortaklıklar Kurul'dan onay almak suretiyle tasarruf sahipleri için sirküler yayımlanabilirler. Bu durumda, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklar Borsa'da halka arz esaslarının borsa bülteninde ilan edilmesi, diğer ortaklıklar ise Yönetim Kurulu kararıyla kalan payların tahsis edilmesi suretiyle satışı tamamlayabilirler.</p> <p>Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurulca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu, tedrici kuruluştaki ortaklığın merkezinin bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'nde ilan ettirilir.</p>
--	--

<p>7. Borçlanma senetlerinde garantör varsa onun hakkında bilgiler,</p> <p>8. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerde dönüşümle ilgili bilgiler</p> <p>9. İhraççının durumundaki gelişmeler ve beklentiler Borsa'da işlem gören şirketlerin rüçhan hakkına dayalı hisse senetlerinin halka arzında bu şirketler hakkındaki bilgiler borsadaki kamuyu aydınlatma yükümlülükleri nedeniyle bilindiğinden, ihraççının faaliyet konuları, varlık ve yükümlülükleri, finansal durumu ve karlılığı, yönetim ve denetimden sorumlu kişiler hakkındaki bilgilerin yayınlanmamasına karar verilebilir.</p> <p>Hisse senetlerinin bir kısmının zaten Borsa'da işlem görüyor olması durumunda, yeni ihraca konu olan menkul kıymetlerin sayısının, nominal değerinin ve ya piyasa değerinin, Borsada dolaşımda bulunanların % 10'unun altında kalması halinde, borsadaki bildirim şartlarının bir sonucu olarak, bilgilerin günü gününe yatırımcılara iletilmiş olması şartıyla, izahname düzenlenmesine kısmi ya da tam istisna getirilebilir.</p> <p>Belirli durumlarda bazı bilgilerin izahnamede yayınlanmamasına üye ülkeler tarafından karar verilebilir:</p> <ul style="list-style-type: none"> • İhraççının mali durumu hakkında karar vermeyi etkilemeyecek düzeyde önemsiz nitelikteki bilgiler, • Açıklanacak bilgilerin, kamu yararına aykırı ya da ihraççıya ciddi ölçüde zarar verecek nitelikte olması halinde, ancak bu durumda, menkul kıymetlerin değerlendirilmesini etkileyebilecek temel bilgilerin bu istisnaya tabi olmaması ve yayınlanmayan bilgidен dolayı ihraççı ve menkul kıymet hakkında yanlış ya da yanıltıcı yoruma yol açılmaması gerekir. • Üye ülkeler yasal mevzuata göre bilgilerini halka açıklayan şirketlerin ihraççılarının, izahname düzenleme zorunluluklarını kısmen ya da tamamen 	<p>İzahnamenin tescilinden itibaren 15 gün içinde ise sirküler yayınlanarak hisse senetleri satışa sunulur.</p> <p>Hisse senetlerinin halka arzı dolaşımıyla yapılacak ilan ve reklam metinleri, yayım tarihinden en az 2 iş günü önce Kurul'a sunulur. Kurul, gerekli gördüğünde metinlerde değişiklik yapılmasını isteyebilir ve değişiklikler yapılmadan metinler yayımlanamaz.</p>
---	--

	<p>kaldırabilir. Ancak yayımlanmış bilgilerin izahnamede belirtilen bilgilerle eşdeğer olması gereklidir.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Devredilebilir menkul kıymetlerin ilk halka arzında düzenlenen izahnamenin yayımından önce her ilgili üye ülkenin yetkili otoritelerine gönderilmesi gereklidir. Üye ülke kanun ve prosedürleri çerçevesinde, halka arzın yapıldığı ülkede izahnamenin düzenlenmesi ve halkın incelemesine hazır hale getirilmesi gereklidir. • İlan, reklam, afiş ve benzeri dökümanlar halka arz izahnamesinin ön onayını gerçekleştiren, kurum ya da kişilerce önceden incelenecektir. Bu dökümanlarda, bir izahnamenin olduğu ve bunun yayınlanacağı ülke belirtilecektir. • Değişiklikler durumunda, ilgili tashih eki asıl izahnamenin yayınlanmasına benzer bir şekilde üye ülkelerde uygulanan prosedürler dahilinde halka sunulacaktır. • İhraççının ticaret siciline kayıtlı olduğu üye yetkili otoritesi tarafından onaylanan bir izahname gerek duyulduğunda diğer ilgili dillere çevrilme koşuluyla, aynı menkul değerlerin aynı anda ya da çok kısa aralıklarla halka arz edildiği diğer üye ülkeler için de, onaya gerek olmaksızın bağlayıcıdır ve bu üye ülkeler izahnameye yeni birtakım bilgilerin dahil edilmesini talep edemezler. Ancak, bu üye ülkeler halka arzın yapıldığı ülkedeki gelir vergisi sistemi, ihraççı için o ülkede gişe hizmeti veren finansal kuruluşlar ve yatırımcılara yönelik duyuruların nasıl yayımlandığı gibi o ülke pazarına özgü konularda izahnameye bilgi eklenmesini isteyebilirler. Üye ülkeler, bu maddenin uygulanma alanını firma merkezi üye ülkelerden birinde olan ihraççılarca arz edilen devredilebilir menkul kıymetlerle sınırlayabilirler. • Gerek derhal gerekse vade sonunda şirket sermayesine ortaklık hakkı veren devredilebilir 	
--	--	--

	<p>menkul kıymetlerin ihraçcının kayıtlı şirket merkezinin ve hisselerinin borsa kotunda bulunduğu ülke dışında bir ya da daha fazla üye ülkede arzı söz konusu olduğunda, halka arzın yapıldığı üye ülke yetkili otoriteleri ancak ihraçcının kayıtlı şirket merkezinin bulunduğu ülke yetkililerine danıştıktan sonra halka arz izahnamesini onaylayabilirler.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Topluluk, ortaklık sözleşmesine uygun olarak anlaşma yaptığı üye olmayan ülkelerin mevzuatına göre hazırlanıp onaylanmış, Direktifteki koşulları sağlayan halka arz izahnamelerini geçerli sayabilir. Direktifteki koşulları sağlamamakla birlikte, yatırımcılara Direktifle getirilen korumaya eşdeğer bir koruma sağlanması durumunda da izahnameler geçerli sayılabilir. 	
Ara Dönem Mali Tabloların Yayınlanma Süresi	6 aylık raporlar ilgili olduğu sürenin bitiminden sonraki en geç 4 ay içinde yayınlanmak zorundadır.	SP Kurulu Seri 11, No:3 Sayılı Tebliğin 10. Md.ne göre bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar ilgili ara dönemi izleyen 6 hafta, bağımsız denetimden geçmemiş mali tablolar ise 4 hafta içerisinde yayınlanır. Bankalar için bu süreler bağımsız denetimden geçmiş ara mali tablolar için 8, geçmemiş ara mali tablolar için 6 haftadır.
Tahmini Kar/Zarar Tablolarının Açıklanması İmkânı	İstisnai olarak yatırımcıların yanıtılmaması kaydıyla şirketlerin tahmini kar-zarar tablolarının kamuya açıklanmasına izin verilmektedir. Kota kabul aşamasında son 3 hesap dönemine ait fon kaynak/kullanım tablosuyla birlikte ihraçcının cari hesap dönemine ilişkin tahminleri de yayınlanmaktadır.	Tahmini kar ve zarar tablolarının açıklanması mevzuatımızda düzenlenmemiştir. Kotasyon Yönetmeliği'nin 6. Md.de belirtilen bilgi formlarındaki bilgiler duyurulmaktadır.
Bilgilerin Yetkili Otoritelerce Açıklanması	Yatırımcının koruma altına alınması ve piyasanın düzenli çalışması açısından, gerektiğinde yetkililer ihraççıdan uygun görecekları bilgileri, uygun görecekları belirli formlar ve belirli zaman sınırları içinde yayınlanmasını isteyebilirler. İhraçcının bu yükümlülüğü yerine getirmediği hallerde, yetkililer bu bilgileri kendileri yayımlayabilirler.	Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in 40.Maddesine göre, Borsa Yönetimi, menkul kıymetleri borsa kotuna alınan kuruluşlardan, bilgi formunda veya izahnamede bulunan bilgilerden gerekli gördüklerinin ilanını

		isteyebilir veya gideri ilgili kuruluşça karşılanmak şartıyla, uygun gördüğü şekil, yer ve zamanda ilan ettirebilir.
Kotasyon Formunda Yer Verilmeyen Bilgiler	Yetkili otoriteler bazı durumlarda Direktifde öngörülen bilgilerin bazılarında kotasyon formunda yer verilmemesine müsaade edebilirler. Bunlardan birincisi, bilgilerin önemsiz ve ihraççının malvarlığının, mali durumunun, faaliyet sonuçlarının ve gelecekte göstereceği gelişmelerin değerlendirilmesini etkileyecek nitelikte olmamalarıdır. İkincisi ise, yayınlanması kamu yararına aykırı olacak ya da ihraççıya ciddi olarak zarar verecek bilgilerin açıklanması, bu durumda bilginin yayınlanmamasının söz konusu menkul kıymetlerin değerlendirilmesi için zorunlu olan olaylar ve durumlar hakkında kamuyu yanılgıya sevk edecek nitelikte olmaması gereklidir.	<ul style="list-style-type: none"> • Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 41. Maddesi Bilgi Formunun istisnalarını düzenlemiştir. Buna göre, Borsa Yönetim Kurulu, halka arz izahnamesinin yayımlandığı tarihten itibaren 6 ay geçmemişse, bilgi formu düzenlenmeksiz yayımlanmış izahname ile yetinilmesine karar verebilir. • Borsa Yönetim Kurulu, açıklanması halinde kuruluşu zarar verebilecek hususlara bilgi formunda yer verilmemesine izin verebilir. Ancak, bu tür bilgilerin borsaya verilme şekli, Borsa Yönetim Kurulunca belirlenir. Borsa Yönetim Kurulu bu tür bilgileri SPK'ya aktarmakla yükümlüdür. • Hisse senetleri borsa kotunda bulunan ortaklıkların, menkul kıymetlerinin kota alınması için yaptıkları başvurularda Borsa Yönetimi, mevcut bilgileri yeterli bulursa, sadece gerekli gördüğü ek bilgilerle yetinebilir.
Yetkili Otoritenin Belirlenmesi ve Karşılıklı Tanınma	<ul style="list-style-type: none"> • İhraççının yasal merkezinin bulunduğu üye devlet de dahil olmak üzere iki ya da daha fazla üye devlette yerleşik olan ya da faaliyet gösteren borsalara, aynı menkul kıymet için borsa kotuna kabule ilişkin olarak yapılan başvuruların eş zamanlı ya da kısa bir zaman aralığı içerisinde yapılması halinde, menkul kıymetler için kotasyon formu, Direktif kuralları dahilinde, 	<ul style="list-style-type: none"> • İMKB'nin tam adaylık sürecini takiben söz konusu kurallara uyumu söz konusu olabilecektir.

	<p>ihraççının yasal merkezinin bulunduğu ve yetkili makamları tarafından onaylandığı üye devletteki mevzuat dahilinde düzenlenir. Eğer ihraççının yasal merkezi, bu üye devletlerden birinde yer almıyor ise, kotasyon formunun mevzuata göre düzenleneceği ve onaylanacağı devleti, ihraççı seçmelidir.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kotasyon formu, yukarıda paragrafta belirtilen hususlara uygun olarak onaylandıktan sonra çevirisinin yapılması şartıyla, kotasyon başvurusunun yapıldığı diğer üye ülkelerde, bu ülke yetkili otoritelerinin onayına gerek kalmadan ve kotasyon formu ile ilgili ek bilgiler istenmeksizin tanınacaktır. Yetkili otoriteler, kotasyon formunda gelir vergisine yönelik uygulamalar bakımından daha spesifik bilgilerin yer almasını, o ülkede ihraççının ödeme acentalığını yerine getirecek finansal kuruluşların ve yatırımcılara yönelik bildirimlerin yayınlanma şekillerinin yer almasını gerekli görebilir. • Bir veya daha fazla üye ülkede kotasyon başvurusunun yapıldığı menkul kıymetlerin, kotasyon başvurusundan önceki 3 ay içinde herhangi bir üye ülke tarafından onaylanan izahnameye konu olması durumunda, tercüme yapılması gereği saklı kalmak kaydıyla, izahname üye ülke ve ülkelerin yetkili makamlarının onayı ve ek bilgiler istenmeksizin, resmi kotasyona kabul başvurusunun yapıldığı üye ülke veya ülkelerde kotasyon formu olarak tanınacaktır. Ancak, yetkili makamlar gelir vergisi uygulamaları ve ödeme acentaları hakkında bilgilerin yer almasını gerekli görebilirler. • Diğer bir üye ülkede, altı aydan az bir süre önce kota alınmış menkul kıymetlerin kotasyona kabul başvurusu söz konusu ise, başvurunun yapılacağı ülkenin yetkili makamları, ihraççının menkul kıymetlerinin kote edilmiş olduğu ülkenin yetkili makamlarıyla irtibata geçecek ve 	
--	--	--

	güncelleştirme, çeviri ya da ilgili devletin kendine özgü hususlarının tamamlanması gereği saklı kalmak üzere şirketleri yeni kotasyon formu düzenlemekten muaf tutacaktır.	
--	---	--

3.4. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Tablo 6: İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Konu	AB	Türkiye
Tanımlar	İçerideki bilgi; ihracı veya ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ve kamuya henüz açıklanmamış bir bilgidir. Bilginin “statü sorumluluğu” ile doğmuş olması ve içeridekilerden herhangi birisinin bilgiyi edinmesi gerekmektedir. Menkul kıymetin işlem yönünü etkileyecek ve menkul kıymetin piyasa fiyatını değiştirici kamuya açıklanmamış her türlü bilgi, ayrıcalıklı içerideki bilgidir.	Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasalarında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekildeki mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içeriden öğrenenlerin ticaretidir.
İçeridekilerin Ticaretine Konu Menkul Kıymetler	<ul style="list-style-type: none"> Sermaye piyasası araçları kapsamında Hisse senetleri, tahviller ve diğer pay ve borçlanma araçları; Menkul kıymetleri ele geçirme, devir sözleşmeleri ve rüçhan hakkı kullanımları; Vadeli işlemler ve opsiyonlar; Endeks sözleşmeleri. 	<ul style="list-style-type: none"> Sermaye piyasası araçları kapsamında Hisse senetleri, tahviller ve diğer pay ve borçlanma araçları; Menkul kıymetleri ele geçirme, devir sözleşmeleri ve rüçhan hakkı kullanımları; Vadeli işlemler ve opsiyonlar; Endeks sözleşmeleri. <p>AB Direktifiyle benzer şekilde düzenlenmiştir.</p>
“İçerideki” Tanımı	<ul style="list-style-type: none"> Birinci derecedeki içeridekiler: İşi, mesleği ve ya görevi gereği içerideki bilgiye ulaşabilecek pozisyonundaki kişilerdir. İkinci derecedeki içeridekiler: İçerideki bilgiyi birinci derecedeki içeridekilerden öğrenenlerdir. 	<ul style="list-style-type: none"> Fiili işleyen ihracılar Sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin Yönetim Kurulu Başkan ve Üyeleri, yöneticileri, diğer personeli ve Bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek

		durumda bulunanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler
İçeridekilere İlişkin Yasaklamalar	<ul style="list-style-type: none"> İş, meslek ve görevleri dolayısıyla elde ettikleri bilgileri kamuya açıklama öncesinde üçüncü kişilere açıklama yapmaları yasaktır. Menkul kıymetlerin alım-satımına ilişkin üçüncü taraflara tavsiye veya önerilerde bulunmaları yasaktır. Üye ülkeler, ikinci derecedeki içeridekileri de bu yasaklamaya dahil etme serbestiyetine sahiptir. 	<ul style="list-style-type: none"> Kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kamuya açıklanmamış bilgileri kullanmak yasaktır. Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgilerin açıklanmasının yapılmaması ceza gerektirmektedir.
Üye Ülkeler Arasındaki İşbirliğine İlişkin İstisnalar	<ul style="list-style-type: none"> Egemenliği olumsuz etkileyici bir işbirliği anlamına gelmesi; Ülke güvenliğini tehlikeye düşürücü etkisi; Kamu politikasını kısıtlayıcı durumların oluşması hallerinde ilgili üye ülke işbirliğini reddedebilir. 	Bu konuda tam üyelikle birlikte benzer işbirlikleri oluşturulurken aynı istisnalar da Türkiye için geçerli olabilecektir.
Cezai Müeyyideler	Üye ülkelerin iç hukuk düzenlemelerine bırakılmıştır. Ancak, üye ülkeler, cezai yaptırım düzenlemelerinde Direktif hükümlerindeki asgari şartlara uyacaklar ve daha ağırlaştırıcı hükümler getirebileceklerdir.	2 yıldan 5 yıla kadar ağır hapis cezası; 10 milyar TL'den 25 milyar TL'ye kadar ağır para cezası uygulanır. Suç sayılan en az iki fiilin birlikte işlenmesi durumunda asgari 3 yıl azami 6 yıl ağır hapis cezası uygulanabilir.

3.5. İşlem Gören Holdinge ait Büyük Miktarlı Pay Alım ve Satımları

Tablo 7: İşlem Gören Holdinge ait Büyük Miktarlı Pay Alım ve Satımları

Konu	AB	Türkiye
Tanımlar	Hisse senetleri Topluluktaki bir ve daha fazla ülkede kurulmuş ve faaliyette bulunan borsalarda kote edilmiş şirketlerin sermayelerinin çoğunluk hisselerinin yapısında ortaya çıkan değişiklikler öğrenilir öğrenilmez bilgilendirme kapsamındadır.	Sermaye yapısında, hisselerin sahip olduğu oy haklarında meydana gelen değişiklik veya sermaye piyasası mevzuatı uyarınca vekalet toplanması veya bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla yönetimin doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması
Bildirimde Asgari Oran	<ul style="list-style-type: none"> Bir şirketin hissesini elde etmesi veya elden çıkarması durumunda elinde bulunan oy hakları oranı % 10, % 20, 1/3, % 50 ve 2/3 sınırlarına ulaşır, geçer veya altına düştüğü takdirde % 25 tek sınırı uygulanıyorsa % 20 ve 1/3 sınırına gerek yoktur % 75 sınırı uygulanıyorsa 2/3 sınırına gerek yoktur. 	<ul style="list-style-type: none"> Bir gerçek kişi ve tüzel kişinin veya bunlarla birlikte hareket eden diğer gerçek ve tüzel kişilerin, ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının % 10'un altına düşmesi Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların Yönetim Kurulu Başkan ve Üyeleri, Genel Müdür ve Yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortakların ortaklık hisse senedi alış veya satışlarının toplamının, sermayenin % 1'ine ulaşması
Azami Bildirim Süresi	İlgili kişide en fazla 7 takvim günü, şirketlerde mümkün olduğunca çabuk ve her halükarda 9 takvim günü.	Ortaya çıkma ve öğrenilme tarihinden itibaren en seri haberleşme vasıtasıyla ve ayrıca belirlenen forma uygun olarak en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen işgünü saat 9.00'a kadar

Bildirim Yükümlülüğünden Muaf Tutulma	<ul style="list-style-type: none"> • Yetkili otoriteler istisnaen, bilgilerin açıklanmasının kamu menfaatlerine ve ilgili şirketlere zarar vereceği düşündükleri durumlarda, yatırımcıların yanlış yönlendirilmesine yol açmaması şartıyla şirketleri kamuya bildirim yükümlülüğünden muaf tutabilirler. • Elde etme ve elden çıkarma işlemlerinin profesyonel bir aracı tarafından gerçekleştirilmesinde, amaç sadece profesyonel yatırım niteliğinde ise ve hisseler aracı tarafından ilgili şirketin yönetimine müdahale etmek için kullanılmaması şartıyla açıklamadan muaf tutulabilirler. 	Sadece hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz etmiş ortaklıklar, sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler ile idari konulara ilişkin değişikliklerde açıklama yapmayabilirler. Bunun dışında herhangi bir muaflık getirilmemiştir. İlgili Borsa, ortaklık tarafından gönderilen açıklamayı seans sırasında ve yayınlayacağı ilk Bültenle kamuya duyurur.
--	---	--

3.6. Şirket Birleşme ve Ele Geçirme Konusundaki Düzenlemeler

Tablo 8: Şirket Birleşme ve Ele Geçirme Konusundaki Düzenlemeler

Konu	AB	Türkiye
Düzenleme	<ul style="list-style-type: none"> • Council Regulation (EEC) No: 4064/89. • Commission Regulation (EEC) No: 2367/90. • Commission Regulation: (uygulama düzenlemesi): (EC) No: 3384/94 • Düzeltme: Council Regulation No: 1310/97. • Konsey ve Komisyon Kararı: 95/145/EC. 	<ul style="list-style-type: none"> • Türk Ticaret Kanunu (TTK): Genel Hükümler; Md(146-151), Özel Hükümler; Md(451-454). • Gelir Vergisi Kanunu (GVK): Md.81/2, 81/3. • Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK): Md.(36-39). • Katma Değer Vergisi Kanunu (KDV): Bölüm 6, Md.17 • Sermaye Piyasası Kanunu (SPK): Seri:1, No:26 Md.2/f, Md.12, Seri:X, No:16, Seri:IV, No:8, Md.(14-17), Seri:IV, No:9, Md.3/a, Seri:V, No:19, Md.(51,53), Seri:V, No:34, Md.11, 15/a.
Birleşme (yoğunlaşma)	<ul style="list-style-type: none"> • Önceden birbirinden bağımsız olan iki yada daha fazla teşebbüsün birleşmesi, • Bir teşebbüsün kontrolüne zaten sahip olan bir yada birden fazla kişinin, yada bir veya daha fazla teşebbüsün; diğer bir teşebbüs yada teşebbüslerde veya bir kısmında, hisse senetlerinin, varlıklarının satın alınarak, anlaşma imzalanarak yada her hangi bir yolla dolaylı veya dolaysız olarak kontrolün tümünün veya bir kısmının ele geçirilmesi "yoğunlaşmadır". 	<ul style="list-style-type: none"> • Bağımsız iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi, • Her hangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün malvarlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesi, • Amaçlarını gerçekleştirmek üzere işgücü ve malvarlığına sahip olacak şekilde bağımsız bir iktisadi varlık olarak ortaya çıkan ve taraflar arasındaki veya taraflarla ortak girişim arasındaki rekabeti sınırlayıcı amacı veya etkisi olmayan ortak girişimler
Rekabetin Korunması	<ul style="list-style-type: none"> • AB içinde veya belirli bir bölgesinde, • Piyasada rekabeti önemli derecede ve olumsuz 	<ul style="list-style-type: none"> • Bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya

	yönde etkileyen bir yoğunlaşma ortak pazar çıkarlarına uygun değildir.	veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik, <ul style="list-style-type: none"> • Ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri, • Herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere devralması rekabetin korunması ilkesine aykırıdır.
Hukuki Geçerlilik Şartı	<ul style="list-style-type: none"> • Komisyon'un iznine bağlı 	<ul style="list-style-type: none"> • Rekabet Kurulu'nun izni
İzin	<ul style="list-style-type: none"> • Hakim durum yaratmayan • Bir hakim durumu güçlendirmeyen • AB'de veya bir bölümünde etkin rekabeti önemli ölçüde engellemeyen birleşme veya devralmalara izin verilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Hakim durum yaratmayan • bir hakim durumu güçlendirmeyen • ülkede veya bir bölümünde etkin rekabeti önemli ölçüde engellemeyen birleşme veya devralmalara izin verilir.
B&D Büyüklüğü	<ul style="list-style-type: none"> • Yapılan son düzenlemeyle birlikte toplam ciro 2.000 milyon ECU'ya indirilmiştir. • (İlk düzenleme 5.000 milyon ECU'dur). 	<p>Birleşme ve devralma olarak kabul edilen hallerde;</p> <ul style="list-style-type: none"> • birleşme veya devralmayı gerçekleştiren teşebbüslerin, ülkenin tamamında veya bir bölümünde ilgili ürün piyasasında, toplam pazar paylarının, piyasanın %25'ini aşması, • bu oranı aşmasa bile toplam cirolarının 10 trilyon TL'yi aşması halinde Rekabet Kurulu'ndan izin almaları zorunludur.

İzin Süresi	<ul style="list-style-type: none"> • Komisyon, bir “yoğunlaşma” ihbarını en kısa sürede incelemek zorundadır. İnceleme sonrasında bu yoğunlaşmanın AB içinde yada bir bölgesinde rekabeti aksatacağı yönünde ciddi şüpheler yoksa işlemleri başlatabilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Birleşme veya devralma anlaşmaları Rekabet Kurulu'na bildirildiği tarihten itibaren Rekabet Kurulu, 15 gün içinde yapacağı ön inceleme sonucunda birleşme veya devralma işlemine izin vermek veya • Bu işlemi nihai incelemeye almaya karar verdiği takdirde, ön itirazını bildiren yazısı ile birlikte birleşme veya devralma işleminin nihai karara kadar askıda olduğunu ve uygulamaya sokulamayacağını, gerekli gördüğü diğer tedbirlerle birlikte ilgililere usulüne göre tebliğ etmek zorundadır. • Rekabet Kurulu'nun süresi içinde birleşme veya devralmaya ilişkin müracaata herhangi bir cevap vermediği ya da herhangi bir işlem yapmadığı hallerde, birleşme veya devralma anlaşmaları bildirim tarihinden 30 gün sonra yürürlüğe girerek hukuki geçerlilik kazanır. • Bildirilmesi zorunlu olan birleşme ve devralma işleminin Rekabet Kurulu'na bildirilmemiş olduğu hallerde, Rekabet Kurulu herhangi bir şekilde işlemden haberdar olduğu zaman kendiliğinden birleşme veya devralmayı incelemeye alır.
-------------	--	--

Para Cezası	<ul style="list-style-type: none"> • Komisyon kendisine bildirilmeyen, yanlış bilgi verilen B&E'lerde para cezası uygulayabilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rekabet Kurulu birleşme veya devralmanın yukarıda yer alan 7. Maddenin 1. fıkrası kapsamına girmediğine karar vermesi durumunda birleşme veya devralmaya izin verir, • Ancak ilgililere bildirimde bulunmadıkları için para cezası uygular.
Yaptırım	<ul style="list-style-type: none"> • Birleşme veya devralma Komisyon'a ihbarda bulunulmadan gerçekleşmişse • Yoğunlaşma, AB içinde veya bir bölgesinde rekabeti önemli ölçüde etkileyecek yapıda ise Komisyon, birleşme ve devralmanın iptal edilmesine • Biraraya getirilen varlıkların, yönetimin ve kontrolün ayrılmasına, • Eski hale getirilmesine • Rekabeti aksatmayacak bir şekle dönüştürülmesini isteyebilir. • Birleşme veya devralma Komisyon'a verilen yanlış bilgiden dolayı onaylanmışsa, durumun tespit edilmesiyle Komisyon kararını değiştirebilir, eski kararını geçersiz kılabilir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Birleşme veya devralmanın yukarıda yer alan 7. Maddenin 1. fıkrası kapsamına girdiğine karar vermesi halinde; para cezası ile birlikte • Birleşme veya devralma işleminin sona erdirilmesine, • Hukuka aykırı olarak gerçekleştirilmiş olan tüm fiili durumların ortadan kaldırılmasına, • Şartları ve süresi Rekabet Kurulu tarafından belirlenecek şekilde ele geçirilen her türlü payın veya mal varlığının eğer mümkünse eski maliklerine iadesine, • Bu mümkün olmadığı takdirde, üçüncü kişilere temlikine ve devrine; bunların eski malik veya üçüncü kişilere temlik edilmesine kadar geçen süre içinde devralan kişilerin devralman teşebbüslerin yönetimine hiçbir şekilde katılamayacağına, • Gerekli gördüğü diğer tedbirlerin alınmasına karar verir (Md. 11).

<p>Muafiyetler</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Normal faaliyetleri arasında menkul kıymetlerin alım-satımına aracılık yapan finansal kurumlar • Kredi kuruluşları • Sigorta şirketleri • Yalnızca kendi namına yada başkası adına aracılık yapmak veya geçici bir süre için satmak amacıyla şirketlerin menkul kıymetlerini alan diğer finansal kurumlar. 	<ul style="list-style-type: none"> • Olağan faaliyetleri, kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymetlerle işlem yapmak olan teşebbüslerin yeniden satış amacıyla satın aldıkları menkul kıymetler, • Bu menkul kıymetlerden doğan oy haklarının menkul kıymetleri çıkaran teşebbüsün rekabet politikalarını etkileyecek şekilde kullanmalarını kaydıyla geçici olarak ellerinde bulundurmaları. • Tasfiye, infisah, ödeme güçlüğü, ödemelerin tatil edilmesi, • Konkordato, özelleştirme yapılması amacıyla veya benzeri bir nedenle ve RKK gereği bir kamu kurum ve kuruluşu tarafından elde edilmesi.
--------------------	---	--

3.7. UCITs'e İlişkin Yasal Düzenlemelerde Koordinasyon

Tablo 9: UCITs'e İlişkin Yasal Düzenlemelerde Koordinasyon

Konu	AB	Türkiye
Tanımlar	İngiltere ve İsveç yeni bir tanımlamayı gerekli görmemekte, Almanya ise daha ayrıntılı olmasını istemektedir. Öte yandan, bir UCIT'in diğer UCIT'lere ne kadar oranda yatırım yapabileceği ve türev ürünlere ne kadar yer verebileceğine ilişkin düzenlemeler netleşmemiştir.	<p>Türkiye'de benzer nitelikte kabul edilen finansal ürünler 'yatırım fonlarıdır'. Yatırım fonları;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tahvil ve Bono Fonu, • Hisse Senedi Fonu, • Sektör Fonu, • İştirak Fonu, • Grup Fonu, • Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, • Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu, • Karma Fon, • Likit Fon, • Değişken Fon • Endeks Fon, • Özel Fon, <p>Ayrıca A tipi ve diğerleri olmak üzere iki grupta yer almaktadır.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama en az %25'ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİTler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A Tipi, • Bunun dışında olanlar ise Diğer Tip olarak isimlendirilmektedir.

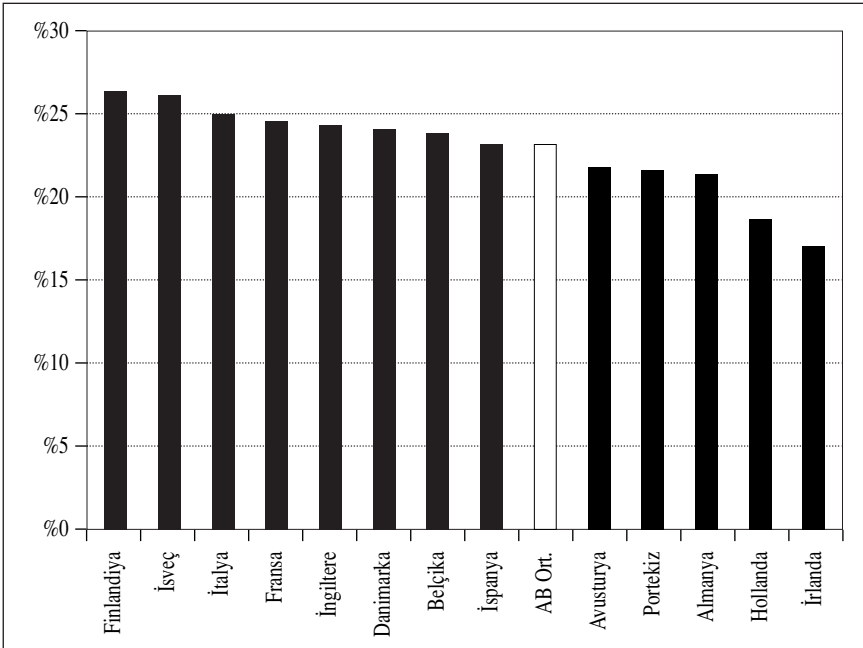
<p>Fon Kurma Yetkisi Tanınanlar</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Üye devlet yetkili otoritesi, fon kuruluşuna izin vermeye yetkilidir; • Yönetici şirket yeterli seviyede mali kaynaklara sahip olmalıdır; • Yatırım ortaklığı veya fonu yatırım yaptığı şirketin yönetiminde etkin bir rol kazanacak şekilde oy ve hisse sahibi olmayacaktır; • Sabit getirili menkul kıymetlere aktiflerinin %10'unu geçmemek şartıyla yatırım yapabilirler. • Kollektif yatırım şirketleri diğer bir kolektif yatırım şirketinin katılma belgelerini satın alabilir. • Yatırım alanı sadece menkul kıymetlerdir. • Bağımsız yönetici şirket ve yeddi-emin müessesesi getirilmiştir. • Fon portföyünde bulunan menkul kıymetlere ilişkin takas ve saklama ilgili kuruluşu veya fon kurucusuyla bağlantısı olmayan bir bankaya yaptırılacaktır. • Kollektif yatırım kuruluşları ancak geçici ihtiyaç sebebi ile aktif toplamının %10'unu geçmeyecek şekilde borçlanabilir. • UCIT'in tek bir şirketin menkul kıymetlerine yapacağı yatırım, aktif toplamının %5'i ile sınırlandırılmıştır. 	<p>Türkiye'de fon kurabilecekler; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 3794 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş sandıklardır. Katılma belgelerinin halka arz edilmesi ya da belirli kişi ya da kuruluşlara tahsisli satışı zorunludur. Fon kurma limiti kurucuya göre değişmektedir. Bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketlerinin kurabilecekleri fonlar bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış/ödenmiş sermaye ile Genel Kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan yedek akçeler ile yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın 10 katını aşmamaktadır. Diğer kuruluşlar için belirlenen fon kurma limiti Genel Kurulca onaylanan son mali tabloda yer alan özkaynaklar toplamı ile sınırlıdır.</p>
-------------------------------------	---	--

3.8. Emeklilik Fonları

3.8.1. Avrupa Birliği'nde Emeklilik Fonlarına İlişkin Gelişmeler

Birlik bünyesinde emeklilik fonlarına ilişkin uyum sağlanması üye ülkelerin refahının korunması açısından belirgin bir önem arz etmektedir. Özellikle de Avrupa nüfusunun giderek yaşlanması ve üye ülkelerin zorunlu emeklilik sistemlerini finanse etmede bütçe kısıtları dikkate alındığında, emekliliğe ilişkin kamu harcamalarında artışlar risk oluşturmaktadır. Yüksek istihdam ve verimlilik konuları da söz konusu artışta ivmelenmektedir. Demografik değişim yapısı ve bunun emeklilik sistemine ilişkin finansal etkileri üye ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Mevcut durum itibarıyla bugün 4 çalışan bir emekliyi finanse etmekte iken, 2040 yılında bu, iki çalışana bir emekli'ye düşecektir. Emeklilik sistemlerine yapılan harcamalar 1997 istatistiği baz alındığında %9-15 arasında bir dağılım söz konusudur. 2040 yılı için bu oranın %15-20 olacağı beklenmektedir.

Grafik 1: AB Ülkelerinde Bağımlılık Oranı

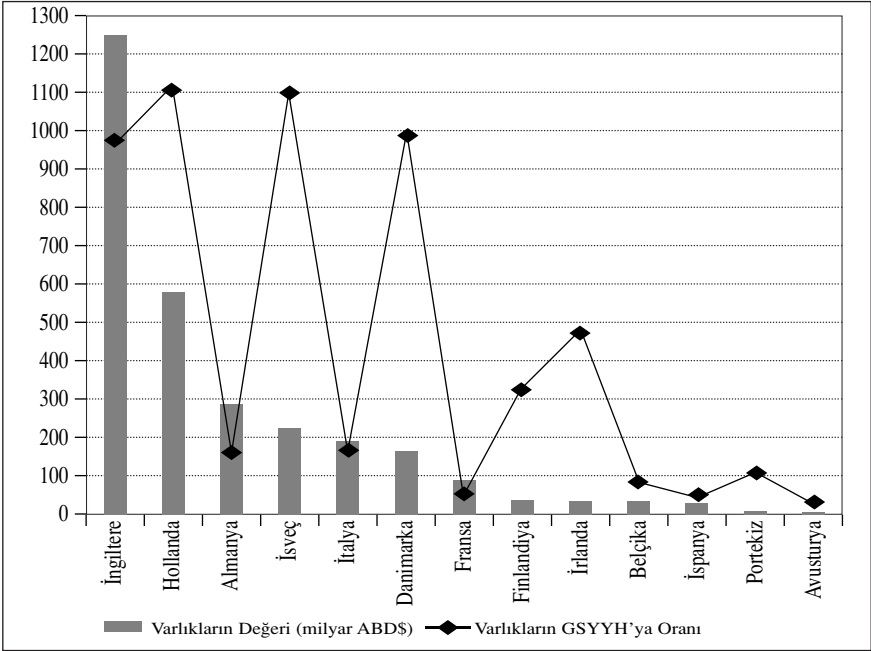


Kaynak: International Portfolio, 1999.

Not: Grafik'te bağımlılık oranı 65 yaş üzerindekiilerin, 15-65 yaş arasında olanlara oranı olarak ifade edilmektedir.

Avrupa Birliği'nde emeklilik aylıklarının %88'i, çalışanlardan toplanan primlerin emeklilerin finansmanında kullanıldığı dağıtım esasına dayalı birinci sistemden ödenmektedir. Kamu tarafından yönetilen ve halen sosyal güvenlik alanındaki en yaygın uygulama olan birinci kademe emeklilik sistemlerinin ağırlığı devam etmekle birlikte, gelişmiş ülkelerde son yıllarda, demografik yapıdaki değişimin emeklilik sistemleri üzerinde oluşturduğu finansal baskıdan dolayı özel emeklilik planlarının gelişimi hızlanmıştır. Emeklilik fonlarının en gelişmiş olduğu bölgelerden biri Avrupa'dır. 1998 yılı itibariyle 13 AB üyesi ülkedeki (Yunanistan ve Lüksemburg hariç), emeklilik fonlarının toplam varlıkları 2,9 trilyon ABD\$'dır¹.

Grafik 2: Avrupa Birliğinde Emeklilik Fonlarının Varlıkları (milyar ABD\$) & GSMH'ya Oranı



Emeklilik fonlarının varlıklarının GSMH'ya oranının en yüksek olduğu ülkeler Hollanda, İsveç, Danimarka ve İngiltere'dir. Hollanda da bu oran %100'un üzerindedir.

¹ National Association of Pension Funds, 1999.

Avrupa Birliği'nde finansal piyasaların geleceğini ve gelişimini belirleyen üç önemli faktör söz konusudur. Bunlardan ilki Avrupa Birliği üyesi 11 ülkenin Euro'ya geçmesiyle birlikte AB çapında tek bir finansal piyasa oluşturma sürecinin hızlanmasıdır. Euro'nun, 2000 yılı başından itibaren yürürlüğe girmesiyle tek bir para ve tahvil piyasası oluşmuş, hisse senedi piyasalarında entegrasyon artmıştır. Para birimlerinin birbirine karşı sabitlenmesiyle döviz kuru riskinin ortadan kalkması, fon yöneticilerinin portföy yapılarını ve yatırım stratejilerini yeniden düzenlemelerine yol açmıştır.

İkinci faktör aracılık faaliyetlerinin azalmasıdır. AB'nde birinci kademe emeklilik sistemi ve banka-temelli finansal yönetime olan geleneksel güven giderek azaldığı için, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve "investment" fonları giderek önem kazanmaktadır. Bu trend, emeklilik fonlarının sahip olduğu finansal varlıkların giderek büyümesinden de görülmektedir.

Üçüncü faktör ise teknolojik gelişmedir. Teknolojik gelişmeyle birlikte, piyasadaki pay alabilme ve tüketiciyi koruma açısından yeni ürünler geliştirme alanlarında finansal kurumlar arasında yoğun ve giderek artan bir rekabet ortamı oluşmuştur. Bu gelişmeler karşısında özel emeklilik fonları, Komisyon tarafından AB finansal piyasalarının geleceğinin belirlenmesi ve tek bir finansal piyasa oluşumunu hızlandırmak açısından hazırlanan "Faaliyet Planı"nda öncelikli olarak yer almaktadır. Özel emeklilik fonlarının denetimi konusu Faaliyet Planı'nda birinci derece öncelikli konular arasında yer alırken, sınır ötesi prim ödemeleri üzerindeki vergi düzenlemelerinde ortak uygulamanın sağlanması, ikinci derecede öncelikli konular arasında yer almaktadır. Özel emeklilik fonlarının AB'nin finansal hizmetler gündeminde ilk sırada yer alması, tek finans piyasası önündeki en büyük engellerden biri olmasından kaynaklanmaktadır. Komisyon'un banka, sigorta şirketleri, yatırım şirketleri ve fonları konusunda birçok düzenlemesi bulunmasına karşılık, özel emeklilik fonları AB içinde ulusal bazda düzenlenen tek finansal kurumdur. Emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelerde üye ülkeler arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Bazı ülkelerde emeklilik fonlarının portföy yapısına ilişkin sıkı kısıtlamalar bulunmakta bazı ülkelerde ise yatırım yapılabilecek alanların belirtilmesi yerine basiretli yönetim ilkesi benimsenmektedir. "Basiretli Adam" ilkesi, emeklilik fonlarının yatırım faaliyetlerindeki sorumluluklarına ilişkin genel bir yön çizmektedir. Bundan amaç, sorumlulukları olan profesyonellerin yatırım kararlarını verirken dikkatli olmaları ve bunun yanı sıra yatırımlardan yeterli seviyede getiri sağlanabilmesi için gerekli çabayı

göstermeleridir. Buna göre, basiretli hareket eden yönetici gereksiz risk almayacaktır. Riski çeşitlendirme ile azaltacak bir portföy yönetim stratejisi izleyecektir. Emeklilik fonlarının yatırım alanlarına yapılan müdahaleler en etkin yatırım politikasının belirlenmesine engel olmakta ve katılımcılarının aleyhine olabilmektedir. Katkı paylarının artması katılımcıların maliyetlerini artırırken, yeterli yatırım çeşitlendirmesinin yapılamaması risk üstlenimlerini artırmaktadır. Üye ülkelerin emeklilik fonlarına ilişkin farklı düzenlemelerinin bulunması büyüme, yeni iş imkanları yaratma ve rekabet gibi ortak AB sermaye piyasasından beklenen faydaların gerçekleşmemesine neden olmaktadır. Bunun yanı sıra, farklı düzenlemelerin emeklilik fonları arasında geçiş yapılmasına engel olması, işgücü hareketliliğini kısıtlamaktadır. Bu durumda üye ülkelerin bir kaçında faaliyette bulunan emeklilik fonları her ülkede ayrı bir fon kurmaktadır. Bu tür bir uygulama fonların ölçek ekonomilerinden yararlanamamasına neden olmaktadır. Bu nedenlerle AB'deki eğilim "basiretli yönetim" ilkesinin benimsenmesi yönündedir. Basiretli yönetim ilkesi kuralların olmaması anlamına gelmemekte, yatırım portföyünün her zaman güvenli, karlı, çeşitlendirilmiş ve likit olması yönünde kalitatif bir anlayışı ifade etmektedir. Bu ilke fonların daha esnek bir şekilde portföy yönetim tekniklerini kullanmalarına imkan sağlamaktadır.

3.8.2. Basiretlilik İlkesi Kurallarının Avrupa Para Birimi (Euro)

Bölgesine Etkileri

- Yatırımcının korunmasıyla birlikte yatırım portföylerine olan güvenin artması. (Euro alanında döviz risklerinin ortadan kalkması, söz konusu güveni daha da artırmaktadır.)
- Varlık çeşitlendirilmesinde süre ve yükümlülük maliyetlerinin doğru tahmini gerekmektedir.
- Yetkili kılınan emeklilik fonlarının faaliyetlerine ilişkin, ilgili üye ülke otoritelerinin etkin denetimi olmalı ve fon yönetimine ilişkin gerekli bilgilendirmeler yapılmalıdır.
- Üye ülkelerin zorunlu sosyal güvenlik sistemlerinin yanısıra gönüllü emeklilik sistemlerini hayata geçirmesi durumunda AB sermaye piyasası ve Euro alanında emeklilik fonlarının etkin birikimi ile fon varlıklarının getirilerinde belirgin artışlar sağlanabilecektir. Ayrıca, güçlü emeklilik yapıları üye ülkelerde devam edecek zorunlu emeklilik sisteminin devamlılığı ile bunlara ilişkin sosyal harcamaların azalması ve genelde istihdamın artırılması üzerinde de pozitif etkisi beklenebilir. Ancak, farklı emeklilik sistemlerinin uygulanması yine de üye ülkelerin karar verme tasarrufundadır.

- Euro'nun döviz kuru riskini ortadan kaldırmasıyla birlikte işlem maliyetleri ve piyasa katılımcıları arasındaki rekabetin etkinleşmesi yatırımcılara daha derin ve daha likit sermaye piyasalarında yatırım yapabilme imkanı verecektir. Henüz tam gelişmiş bir yapıya sahip olmayan Avrupa hisse senedi piyasaları ve şirket gelişimleri açısından kurumsal yatırımcıların sağlayacağı katkı potansiyeli önem arz etmektedir. Bu, aynı zamanda kamu menkul kıymetlerinin yerine özel sektör tahvil ve bono piyasasının gelişimini de hızlandırırken; emeklilik fonlarının yatırımlarında belirgin bir yere sahip olacaktır.

- Emeklilik fonlarının, ayrıca Avrupa bütününde yeni teknoloji ve endüstri alanlarında telekomünikasyon, biyoteknoloji, sağlık hizmetleri, finansal hizmetler ve enerji gibi risk sermaye piyasalarının gelişiminde de %2 gibi dar ölçekle olsa bile önemli bir rol üstlenmesi beklenmektedir. Emeklilik fonlarının yatırım alanının gelişmesiyle birlikte "Trans European Network" projesinin finansmanı için de katkı sağlanacaktır.

- Avrupa Para Birimi "Euro"nun, geniş bir Avrupa sermaye havuzu oluşturmasıyla Avrupa şirketlerinin artan piyasa ölçeği ve likiditesi, bunlara sermaye maliyetlerini azaltma veya daha iyi koşullarda borçlanma kolaylığı getirmektedir. Aynı zamanda istikrarlı büyüme alanında üye ülkelerin uyguladıkları ekonomik politikalarla birlikte bütçe açıkları da azalmakta ve kamu borçlanma seviyesi azalarak özel sektör sermaye yapısı güçlenmektedir. Avrupa sermaye piyasasının gelişimi açısından emeklilik fonları, varlık çeşitlendirmelerinin doğru yapılmasını ve global, basiretli, yönetim kurallarına bağlı olarak yatırım serbestliğinin genişletilmesini de gerektirmektedir. Bu bakımdan risk sermayeli şirketler kapsamında küçük ve orta ölçekli büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere emeklilik fonlarının yatırım paylarının artırılması ekonomik büyüme ve istihdam artışı açısından fayda sağlayacaktır.

İç pazar serbestlikleri programına ilişkin olarak:

- Hizmetlerin serbestleştirilmesine katkıda bulunmak,
- Sınır ötesi iş gücünün serbest dolaşımındaki engellerin kaldırılması,
- Basiretli yatırım ilkesinin tüm AB'de kabul görmesiyle birlikte sınır ötesi yatırımlarda alanın genişletilmesi.

- Tek Avrupa Sermaye Piyasası'nın gelişmesini sağlayacak katkıların artırılması.

AB'de işçilerin serbest dolaşımına ilişkin engellerin kaldırılmasına yönelik olarak:

- Tamamlayıcı (gönüllü) emeklilik haklarının elde edilmesi koşullarında uyumlaşma.

- Zorunlu emeklilik sistemine bağlı olarak göçmen işçilere ilişkin Birlik etkin bir koordinasyon kurallarına sahip olmakla birlikte, bireysel emeklilik ile mesleki emeklilik konusundaki farklı uygulama ve engellerin kaldırılması gerekmektedir.
- Hakların transferine ilişkin yöntemler:
- Ortak aktüeryel standartların yerleştirilmesi için Komisyon düzenleme önerisi hazırlanması,
- Emeklilik fonlarının sınır-ötesi üyelik koşullarının belirlenmesi,
- Denetimde karşılıklılık ilkesinin benimsenmesi,
- Vergi sistemlerinde koordinasyon (hayat sigortası ve emeklilik hizmet ürünlerine ilişkin karmaşık ve farklı üye ülke uygulamalarındaki ek-sikliklerin giderilmesi,
- Mesleki emeklilikte teknik çalışma yapılması.
- Emeklilik Forumu oluşturulması.

3.8.3. Emeklilik Fonlarına İlişkin AB Komisyonu Direktif Önerisi

Tablo 10: Emeklilik Fonlarına İlişkin AB Komisyonu Direktif Önerisi

Direktif Amaçları	<ul style="list-style-type: none"> • Hak sahiplerinin en iyi şekilde korunması, • Tek pazar ve Euro oluşumundan emeklilik fonlarının tam olarak yararlanması. • Mesleki emeklilik imkanlarından eşit yararlanmanın garanti altına alınması. • Basiretli sistemlerin karşılıklılık ilkesi çerçevesinde tüm üye ülkelerde kabul görmesi. • Sınır-ötesi üyeliklerin kabulü ile idari ve finansal yönetimin Birlik bünyesinde sağlanabilmesi ve çalışma maliyetlerinin azaltılması.
Direktifin Kapsayacağı Konular	<ul style="list-style-type: none"> • Temel basiret ilkesi kuralları: • İlgili emeklilik fonunun yetkili kurum tarafından onaylanması. • Sorumluluk, rekabet kurallarının yeknesaklaştırılması. • Katkı paylarına ilişkin yatırım kurallarının belirlenmesi. • Emeklilik fonlarının yükümlülükleri ve varlık ile yükümlülükleri arasındaki bağlantıya ilişkin kurallar. • Fona ilişkin finansal ve istatistiki bilgi ve tabloların denetleyici üst Kurul oluşumuna düzenli olarak bildirimde bulunması.
Emeklilik Fonlarına Basiretli Yönetim	<ul style="list-style-type: none"> • Basiretli yönetim ve denetim kurallarının karşılıklılık ilkesi çerçevesinde tüm üye ülkelerde kabul edilmesi sınır-ötesi emeklilik üyelikleri sisteminin işlemesi için gereklilik oluşturmaktadır. • Emeklilik fonu varlıkları yönetimi ile fon kurucusu ayrı olmalı.

Kuralları	<ul style="list-style-type: none"> • Emeklilik fonlarını onaylayıcı ve denetleyen yetkili bir otoritenin oluşumu sağlanmalı. • Fonun sorumluluk, rekabet ve kuralları ile birlikte fon yöneticilerinin taşıması gereken özelliklerinin belirlenmesi ve uygunluk onayları. • Denetleyici üst kurulun yetki ve sorumluluklarının tanımlanması. • Üyelere periyodik bildirim yapılması mekanizmasının oluşturulması. • Katılımcı katkılarının korunması açısından şeffaflığın sağlanması ve fonun finansal durumuna ilişkin bilgi ediniminin kolaylaştırılması. Özellikle katkı paylı planlarda üstlenilen yatırım riskinin bilinmesi açısından şeffaflık sağlanmalıdır.
-----------	--

3.8.4. AB Ülkeleri ve Türkiye’de Emeklilik Fonlarının (Kurumlarının) Yatırımlarına İlişkin Sınırlamalar

Tablo 11: AB Ülkeleri ve Türkiye’de Emeklilik Fonlarının (Kurumlarının) Yatırımlarına İlişkin Sınırlamalar

Ülke	Yatırım Sınırları
Almanya	A.B. hisse senetlerine azami %30, A.B. gayrimenkullerine azami %25, A.B. dışı tahvillere %6, Yabancı menkul kıymetler %20, Kendi yatırımları %10.
Belçika	Sponsora %15’ten fazlası, Gayrimenkule %40’tan fazlası, Mevduata %10’da fazlası yatırılmaz.
Danimarka	Hisse senedi gibi araçlara azami %40, kendine yatırım yasak
Fransa	A.B. tahvillerine asgari %50, Başlatanlara kredi azami %33, Sigortalanmış fonlar için yerli tahviller en az %34, Gayrimenkul azami %40, Hazine bonosuna azami %15, Yabancı menkul kıymet yok.
Hollanda	“Basiretli Yönetim İlkesi”. Kendine yatırım azami %5.
İngiltere	
İrlanda	“Basiretli Yönetim İlkesi”. Her türlü kendine yatırım duyurulmak zorundadır.
İspanya	Fonun finansal varlıklarının %10’u, ihracının varlıklarının %5’ini geçemez, %90’ı kote edilmiş hisse senetlerine, mevduata, gayrimenkul ve ipotekli kredi, %1 para piyasaları veya hissedarın hesabına.

İsveç	Yatırımın çoğu tahvil ve kredi olarak yapılmalıdır.
İtalya	Şirketin kendi yönettiği planlar düzenlenmemiş olup, Yönetim Kurulu karar verir. Hükümet tahvilleri için azami sınır %90, Planların çoğu sigortalanmıştır.
Portekiz	Hükümet tahvillerine en az %30, gayrimenkul azami %50, %15 kendine yatırım, Portekiz'de kote olmayan hisse senetlerine ve tahvillere azami %40.
Türkiye	Emekli Sandığı: 1) Değişik gelirlı kıymetlerin en fazla %40'ı gayrimenkule yatırılabilir. Gayrimenkul yatırımlarında gelişmeye açık en fazla gelir getirecek yerlerin seçilmesi gerekir. 2) Kıymetlerin en fazla %40'ı sermayesinin tamamı ya da yarısından fazlası devlete ait olan kurumlara veya bunların katılacağı teşebbüslere yatırılabilir. 3) Özel şirketlerin hisse senetleri Bakanlar Kurulu kararıyla alınabilir. Bu kuruluşların ülke ekonomisinin gelişimine dönük, güvenli şirketler olması zorunludur. 4) Sabit gelirlı kıymetler ise hazine bonosu, devlet tahvili, gelir ortaklığı senetleri, kamu veya özel kuruluşların veya milli bankaların tahvillerine, milli bankalara vadeli ya da vadesiz mevduat olarak yatırılabilir.

Kaynak: Private Pension Systems: Regulatory Policies, OECD Working Papers, 1998.

3.9. Finansal Hizmetlerin Uzaktan Pazarlanması

Tablo 12: Finansal Hizmetlerin Uzaktan Pazarlanması

Konu	AB	Türkiye
Amaç ve Kapsamı	Posta, telefon, faks veya internet gibi elektronik araçlarla perakende finansal hizmet pazarlanmasında yatırımcılara yüksek düzeyde koruma sağlamak amacıyla uzaktan finansal hizmet pazarlama sözleşmesi, tarafları, araçları, hak ve yükümlülükleri içermektedir.	<ul style="list-style-type: none"> • SPKanunu'nun 22/ü Maddesine göre, her türlü elektronik bilgi iletişim araç ve ortamı ve benzeri araçlar üzerinden gerçekleştirilecek ihraç ve halka arzlar ile sermaye piyasası faaliyetlerini ve işlemleri düzenlemek ve denetlemek Kurul'un görev ve yetkileri arasındadır. Sermaye Piyasasında elektronik işlemlerden ziyade telefonla yapılan işlemlere yönelik düzenlemeler mevcut bulunmaktadır. • Uzaktan üyelik açısından ise, SPKurul'u nca hazırlanan tebliğ taslağında, mali kuruluşlar tanımında "ulusal ve uluslararası piyasalarda emir aktarımı yapan ve/veya bu emirleri karşılaştırmak suretiyle işlem yapan kurumlar da belirtilmiştir. • Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliğ taslağında, yurt dışında yerleşik ve ilgili ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış olan aracı kuruluşlar, Kurul'dan izin almak kaydıyla, yurt dışında yerleşik müşterilerine hizmet vermek üzere ilgili borsanın uygun göreceği pazar ve piyasalarda işlem yapabilir ve Türkiye'de yapılan halka arzlarda, yurtiçinde satış işlevini yerine getirmeksizin, sadece aracılık yüklenimi işleminde

		bulunabilirler. Bu kuruluşların başvuruları, ilgili ülkenin yetkili otoritesi ile Kurul arasında yapılmış olan işbirliği ve bilgi alışverişi anlaşmaları çerçevesinde değerlendirilir ve sözkonusu başvuruda bulunulan faaliyetler için yeterli bulunması halinde Kurul'ca izin verilir.
Gönderilecek Bilgiler	Hizmeti pazarlayan sözleşmeden önce müşterilerine sözleşme süresi ve şartları konusunda tüm bilgileri açık ve kapsamlı şekilde göndermekle yükümlüdürler. Bilgilerin gönderilmesinden itibaren 14 gün içinde tek taraflı değişiklik yapamazlar.	SPK Kurulu'nun Seri :V, No.6 sayılı Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğin 4. Maddesine göre, aracı kuruluşlar hesap ekstrelerini, müşteri menkul kıymet hareket dökümünü, aylık dönemler itibarıyla ilgili dönemi izleyen yedi gün içinde müşterilerin adresine göndermek zorundadırlar.
Vazgeçme Hakkı	Müşteri 14 gün içinde herhangi bir cezai şart ödemeksizin sözleşmeden vazgeçme hakkına sahiptir. Bu süre rehin, yaşam sigortası, kişisel emeklilik fonları ile ilgili sözleşmelerde 30 günü aşamaz. Vazgeçme süresinin başlangıç tarihi, müşterinin sözleşme süresini ve şartlarını öğrendiği tarihten itibaren başlamaktadır. Müşteri vazgeçme hakkını, hizmeti sunana göndereceği bir bildirimle kullanacaktır.	SPK Kurulu'nun Seri :V, No.6 sayılı Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğinin 9. Maddesine göre, müşterilerden gerek seanstan önce gerekse seans sırasında telefon ve benzeri iletişim araçlarıyla ya da sözlü olarak emir alınabilir. Bu emirlerde ispat yükü aracı kuruluşa aittir. Ancak, müşteri mutabakatını içermeyen aracı kuruluş kayıtları tek taraflı delil oluşturamaz. Aracı kuruluşlar bu tür emirleri seans takip formuna kaydetmeden önce, müşteri imzası aranmaksızın yazılı hale dönüştürürler. Alınan tüm emirlere numaralarla veya bilgisayarla müteselsil bir numara verilir.
Tazminat Talebi	Uzaktan finansal hizmet sunan kuruluş müşteriyeye gerekli bilgileri tam olarak vermemesi	Borsa üyeleri borsa işlemleri dolayısıyla müşterilerine verebilecekleri zararlara karşılık olmak

	<p>nedeniyle, bu yüzden uğranılan zararları talep hakkı da saklıdır.</p>	<p>üzere TC Merkez Bankası'na veya bu bankanın şubesinin bulunmadığı yerlerde muhabiri olan bir kamu bankasına, borsa tüzel kişiliği adına nakit veya her an paraya çevrilebilir devlet tahvili ya da vadesiz ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü muhtevi banka teminat mektubu şeklinde teminat yatırmak zorundadırlar. Üyelerin müşterilerine verebilecekleri zararlar, kendileri tarafından karşılanmadığı takdirde teminattan mahsup edilerek karşılanır. Teminat zararı karşılamaması halinde genel hükümler uygulanır. Üyelerin müşterilerine verebilecekleri zararlar üye tarafından kabul edildiği, borsa uyumsuzluk komitesinin tavsiyesi üzerine Borsa Yönetim Kurulunca kararlaştırıldığı, Yönetim Kurulu kararına itiraz üzerine SPK Kurulu tarafından ödeme kararı verildiği, anlaşmazlık bir yargı organınca nihai karara bağlandığı takdirde, bu meblağın üyelerden tahsili yoluna gidilir. Mümkün olmazsa teminattan mahsup yapılarak ödenir.</p>
<p>Sözleşmenin kısmen veya tamamen yerine getirilememesi</p>	<p>Sözleşmenin yapılmasından sonra hizmetin tamamen veya kısmen sağlanamaması durumunda durumun müşteriye geciktirilmeksizin bildirilmesi gerekmektedir. Hizmetin bütün olarak sağlanamayacak olması durumunda ödenmiş olan ücretler müşteriye iade edilecektir. Kısmi yerine getirememesi durumunda sözleşmenin devamı tarafların iradesine bağlıdır. Anlaşamazlarsa ücretler geri ödenir. Anlaşırlarsa, sadece yerine getirilemeyen kısmın ücreti geri ödenir.</p>	<p>Borsa üyeleri emirleri kısmen veya tamamen kabul etmeyebilirler. Ancak, nedenini açıklama zorunluluğu olmamakla birlikte, durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine hemen bildirmek zorundadırlar. Emri veren müşteri, emrin Borsa'ya intikal ettirilmesinden önce emri değiştirebilir veya geri alabilir. Emrin belirlenen süre içinde yerine getirilmemesi</p>

		halinde emir geçerliliğini yitirir. Yükümlülüklerini yerine getirmeyen üyelerden ilgili yönetmelikte belirlenen oranda faiz tutarı tahsil edilir. İşlem konusu menkul kıymetler eksper marifetiyle resen aldırılır veya sattırılır. İşlem gerçekleştirilmemişse menkul kıymetler veya alınan kaparo derhal iade edilir.
Cezalar	Üye devletler, uzaktan finansal hizmet sunumunda müşterinin bilgilendirilmemesi, hizmetin kısmen veya tamamen yerine getirilememesi, istenmeyen hizmet ve iletişimlerde hizmet sunanlara yönelik uygun cezaları belirleyeceklerdir.	Borsa üyelerinin fiillerine göre uyarı, kınama, para cezası, üyelikten geçici çıkarma ve sürekli çıkarma cezaları verilebileceği gibi, sermaye piyasası faaliyet izni de geçici veya sürekli olarak kaldırılabilir.
Yatırımcıları Koruma	Yatırımcılar Direktifle kendilerine sağlanan haklardan feragat edemezler. Sözleşmenin üçüncü bir ülkede yapılmasına rağmen, müşterinin üye devletlerden birinde ikamet ediyor olması ve sözleşmenin üye devletlerde yakın bağlantılarının bulunması durumunda, müşteriler bu Direktifin sağladığı imkanlardan mahrum bırakılamazlar.	Telefonla veya sözlü verilen emirlerde ispat yükü aracı kuruluş aittir. Ancak, müşteri mutabakatını içermeyen aracı kuruluş kayıtları tek taraflı delil oluşturamaz.
İhtilafların Çözüm Yolları	Üye devletler şikayet ve çözüm prosedürleri belirleyeceklerdir. Ulusal düzenlemelerle yetkilendirilen kurumlar, yargı ve idari yoldan önce ihtilafların çözümü için harekete geçeceklerdir. Bunlar arasında tüketici haklarını korumaya yönelik kurulmuş tüketici organizasyonları, kamu organları ve temsilcileri ve profesyonel organizasyonlar yer alabilir.	Borsa üyeleri ile müşterileri arasında Borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar, ilgili yönetmelikte belirtilen usul ve esaslar içinde çözümlenir. Ayrıca, taraflar ihtilafların çözümü için genel yargı yoluna da müracaat edebilmektedirler. Taraflar yargı yoluna başvurmuşlarsa, dava sonuçlanıncaya kadar dosya Borsa'da işleminden kaldırılır.
Direktife Uyum Süresi	En geç 30.06.2002	Direktife paralel düzenlemelerin sınır ötesi işlemleri de kapsamına alacak şekilde genişletilmesi gerekmektedir.

3.10. Elektronik İmza

Tablo 13: Elektronik İmza

Konu	AB	Türkiye
Amaç ve Kapsam	Elektronik işlemlerde elektronik imzanın yasal çerçevesini belirlemek ve bu kapsamda mümkün olan asgari kuralın getirilmesini sağlamak. Hizmetlerin serbest dolaşımı ilkesine uygun olarak elektronik ticaretin Birlik çapında yaygınlaştırılması ve on-line işlemlerinin yasal çerçevesinin belirlenmesi hedeflenmektedir.	Yeni SPKanunu değişikliğine göre, Kurul, internet de dahil, her türlü elektronik bilgi iletişim araç ve ortamı ve benzeri araçlar üzerinden gerçekleştirilen ihraç ve halka arzlar ile sermaye piyasası faaliyetleri ile işlemlerini, genel hükümler çerçevesinde SPKanuna giren işlemlerde elektronik imza kullanım esaslarını düzenlemek ve denetlemekle görevli ve yetkili bulunmaktadır.
İşlemlerin Güvenliği	Elektronik imza yardımıyla elektronik ortamda alınan bilgilerin kaynağının doğruluğu ve bilginin değiştirilip değiştirilmediğini kontrol imkanı kavuşulmuş olmaktadır. Bilgi kaynağını kontrol amacıyla hizmet sağlayıcı kuruluşlarca sertifikasyon mekanizması oluşturulmuştur. Elektronik mesaj alıcıları, göndericinin kimliğini kontrol imkanına sahip olacaklardır.	Özel bir düzenleme bulunmamaktadır.
Sertifikasyon Hizmetleri	Elektronik imza sertifikaları vermeye yetkili sertifikasyon kuruluşları belirlenecektir. Bu kuruluşlarda aranan şartlar arasında güvenilirlik, sistemin sunduğu güvenlik ve gizlilik kurallarına uyum prensipleri yer almaktadır. Servis sağlayıcıların sorumluluğunda aşırı kısıtlayıcı kuralların getirilmesinden kaçınılmaktadır.	Özel bir düzenleme bulunmamaktadır.
Yasal Tanınma	Elektronik imza yasal açıdan el yazısı imza gibi kabul edilerek ispat aracı işlevi görmektedir.	SPKanununa giren işlemlerde elektronik imza kullanım esaslarının düzenlemek ve denetlemekle SPKurulu görevli ve yetkili bulunmaktadır.
Yetkilendirme	Sertifikasyon hizmetlerinde kural olarak önceden yetkilendirme ve izin alma kuralı getirilmemiştir. Ancak, üye devletler güvenlik önlemi olarak belirli onaylama mekanizmaları kurabilme imkanına sahiptirler.	Özel bir düzenleme bulunmamaktadır.

Uluslararası İşbirliği	Elektronik işlemlerin global boyutu nedeniyle Birlik dışı üçüncü ülkelerle elektronik imza sertifikalarının karşılıklı tanınması mekanizması öngörülmüştür.	Özel bir düzenleme bulunmamaktadır.
------------------------	---	-------------------------------------

3.11. Takas ve Saklama

Tablo 14: Takas ve Saklama

Konu	AB	Türkiye
Amaç ve Kapsam	Katılımcılardan birinin iflası durumunda sistemin devamının sağlanmasını amaçlamaktadır. Direktif yurtiçi para ve menkul kıymet takası ile birlikte sınır ötesi takas işlemlerini de kapsamaktadır. Saklama ve takas faaliyeti aynı kuruluşun bünyesinde toplanabilir.	Takas ve saklama hizmetleri Takasbank tarafından yürütülmektedir. Borsa işlemlerinin takasından Takasbank sorumlu bulunmaktadır.
Transfer Emirleri ve Netleştirme	Netleştirme ve transfer emirleri yasal bir zorunluluk niteliğindedir. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getiremeyecek olması ve iflas etmiş olması halinde, iflas sürecinin başlamasından önce tranfer ve netleştirme işlemlerinin yapılmış olması gereklidir. Transfer emirlerinin belirlenen bir andan sonra katılımcı veya bir üçüncü şahıs tarafından iptal edilememesi kuralı getirilmiştir.	15.12.1999 tarihinde SPKAnunu değişikliği, SPKuru'na aracı kurumların yükümlülüklerine yerine getirememesi riskine karşılık çeşitli tedbirler getirmiştir. Tedrici tasfiye yolu bunlardan biridir.
İflas Süreci ve Takas/ Saklama İşlemleri	<ul style="list-style-type: none"> İflas sürecinin başlamasından sonra transfer ve netleştirme işlemleri yapılamaz. Bu kuralın bazı istisnaları bulunmaktadır. Takas ve saklama kuruluşu iflas sürecinin başladığını bilemeyecek durumda bulunduğunu ispat ederse, o takdirde iflas sürecinin başlamasından sonra da transfer ve netleştirme işlemleri gerçekleştirilebilir. İflas sürecinin açılmasından önce sonuçlanmış bulunan sözleşme ve işlemleri iptal eden düzenleme yapılamaz. Üye devletler, taraflardan biri hakkında iflas sürecinin başlatılmasının, iflas edenin saklama hesabında bulunan kıymet ve fonlardan yükümlülüğünün karşılanması engel olmamasını sağlayacaklardır. 	Kurul tarafından tedrici tasfiye kararı verilmesinden sonra, aracı kurumların mal varlığını işin niteliğine göre aynen ve nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, SPKAnunu çerçevesinde yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini tasfiye etmek amaçlanmaktadır. Hakkında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumun ödemeleri durur ve tüm mal varlığı üzerinde, bu karar

	<ul style="list-style-type: none"> • Üye devletler, iflas sürecini başlatmaları durumunda, karardan diğer üyeleri de haberdar etmek zorundadırlar. İflas sürecinin başlatılması, bu sürecin başlatılmasından önceki takas işlemlerinden doğan hak ve yükümlülükleri ortadan kaldırmayacaktır. 	tarihi itibarıyla sadece Fon tarafından tasarruf edilebilir.
Hakların Korunması	Takas sistemi tarafından karşılıklı teminata bağlanmış işlemlerin tarafları, taraf oldukları bir işlemde karşı tarafın iflas etmiş olması nedeniyle, herhangi bir hak kaybına uğramayacaklardır. Tarafların hakları ilgili üye devlet tarafından korunacak ve hisse senetlerinden doğan ön alım hakları gibi haklar ilgili üye devlet otoritelerince yatırımcı adına devam ettirilecektir.	Tedrici tasfiyeye giren aracı kurumun, tasfiye kapsamında yer alan yükümlülüklerinden nakit borçları, tedrici tasfiye kararının verildiği tarihteki ana para ve işlenmiş faizlerin toplamı üzerinden; sermaye piyasası aracı teslim borçları ise, aynen teslimin yapılamayacağı hallerde, varsa teslimde temerrüde düşülen tarihteki, aksi halde tedrici tasfiye kararının verildiği gündeki piyasa değeri itibarıyla bulunacak nakit değerleri üzerinden hesaplanır. Öncelikle müşteri saklama hesaplarındaki sermaye piyasası araçları hak sahiplerine dağıtılır.

3.12. Yatırımcı Tazmin Fonu

Tablo 15: Yatırımcı Tazmin Fonu

Konu	AB	Türkiye
Tanımlar	Her üye devlette yetkili otoriteler ve mahkemeler tarafından, yatırım şirketlerinin finansal durumlarının yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği yönündeki kararları ile tazmin programına alınan yatırımcıların menkul kıymetlerinin iadesini ve paralarının ödenmesini kapsamaktadır.	Hakkında tedrici tasfiye ve iflas kararı verilen aracı kurumların ve faaliyetleri durdurulan SPKANunu kapsamındaki bankaların, yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini yerine getirmeyi kapsar.
Fona Katılım	Zorunlu	Zorunlu
Asgari Koruma Miktarı	Kişi başına 20.000 Euro	SPKANun değişikliğinden önce yetki belgeleri iptal edilen ve haklarında iflas davası açılan aracı kurumlardan olan alacaklar için 2000 yılı için tavan tutar 2 milyar TL'dir. Bu tarihten sonra her yıl yeniden değerlendirme katsayısı oranında artacaktır. Kanun değişikliğinden sonraki zarar ödemelerinde bir tavan sınır bulunmamaktadır.
Zararı Bildirim Süresi	Tazmin kapsamına alınma kararından itibaren asgari 5 ay	Belirli bir süre şartı getirilmemiştir.
Zararın Karşılama Süresi	Tüm şartların yerine getirilmesinden itibaren en fazla 3 ay	Azami bir süre öngörülmemiştir. Ancak, tasfiye sonucu beklenmesizin 7,5 milyar TL'nin avans olarak ödenmesi imkanı getirilmiştir.

3.13. Şirketler Hukuku

Tablo 16: Şirketler Hukuku

Konu	AB	Türkiye
Amaç ve Kapsam	Tek Pazar'ın oluşturulmasında her üye devletin iç mevzuatının entegrasyonunu kolaylaştırmak için mevzuatın basitleştirilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla, SLIM (Simpler Legislation for the Internal Market) ekibinin şirketler hukuku alanında çeşitli önerileri bulunmaktadır.	Tedrici kuruluş işlemlerinde SPKurulunun Seri:I, No. 26 Sayılı tebliğine göre, esas sözleşmenin Kurul'un onayına sunulması ve sonra Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan kuruluş izni alınması ve ardından halka arz edilecek hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması gerekmektedir.
Kayıt ve Tescil	Birlik bünyesindeki şirketlerin elektronik olarak kayıt ve tescil edilmesi önerilmektedir. Elektronik sisteme geçiş için belli bir süreye ihtiyaç duyduğundan, bu sürecin 5 yıllık bir sürede tamamlanması planlanmaktadır.	<ul style="list-style-type: none"> • Yeni SPKanunu değişikliği ile hisse senetlerinin elektronik kaydına yönelik olarak: • SPKanunu'nun 10/A Maddesine göre, sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklar, özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izlenir. Kayıtlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından, bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibariyle tutulur. Kayıt edilen haklar senede bağlanmaz. Söz konusu düzenleme, Merkezi Kayıt Kuruluşunun kurulduğu tarihte yürürlüğe girecektir.
Kamuyu Aydınlatma	Şirketler mevzuatında kamuyu aydınlatma kurallarının gözden geçirilmesi önerilmektedir. Bu kapsamda, birden fazla ülkede şube ve temsilcilikleri bulunan şirketlerin bu temsilciliklere ilişkin olarak da kamunun aydınlatılması kurallarına tabi olması zorunluluğu önerilmektedir.	SPKurulunun Seri :VIII, No.20 Sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ" in 3C (g) Maddesinde halka açık ortaklığın yurt içi ve yurt dışında yeni birimler oluşturması, organizasyonu önemli ölçüde değiştirmesi, ortaklık merkezinin veya faaliyetlerinin yürütüldüğü ana birimlerin taşınması hususlarının ortaya

	çıktığı veya öğrenildiği tarihte en seri haberleşme vasıtasıyla Kurula ve ilgili Borsaya açıklama ulaştırılması zorunludur.	
Maliyetlerin Azaltılması	Sermaye artırım prosedürünün gözden geçirilerek hissedarların ve kreditorlerin haklarına zarar vermeksizin, maliyetlerin azaltılması ve prosedürlerin basitleştirilmesi öngörülmektedir.	SPK Kurulu'nun Seri: I, No. 26 Sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nde tedrici usulde şirket kuruluşu, halka açık olan veya olmayan ortaklıkların mevcut veya sermaye artırımı suretiyle ihraçları düzenlenmiştir. Aynı tebliğe göre, kayda alınan satış yapılacak hisse senetlerinin ihraç değeri üzerinden kayda alma ücreti (% 2) alınmaktadır.
Tüm Şirketlere İlişkin Ortak Asgari Standartların Sağlanması (Avrupa Şirketi Statüsü)	Ulusal düzenlemelerde farklılık gösterebilen şirket yıllık hesapları ve raporlarının içeriğinde ve sunumunda uyum sağlanması ve değerlendirme metodlarının benzer hale getirilmesi amacıyla benimsenen 4. Şirketler Hukukunun daha ileri boyutlara taşınarak tüm AB vatandaşlarının hissedar olabildiği Avrupa Şirketi Statüsünün oluşturulması ve etkin kılınması öngörülmektedir.	Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunlarının Avrupa Şirketi Statüsünde öngörülen kuruluş, raporlama, denetleme, hissedarlık vb hükümlere benzerliğinin sağlanması gerekebilecektir.
Halka Açık Şirketlerin Yapısı, Organlarının Gücü ve Sorumlulukları	5'inci Şirket Direktif Teklifi	Tam üyelik süresi içerisinde AB Direktif düzenlemeleriyle paralellik sağlanabilir.
Halka Açık Şirketlerin Sınır-Ötesi Birleşmeleri	10'uncu Direktif Teklifi	Tam üyelik süresi içerisinde AB Direktif düzenlemeleriyle paralellik sağlanabilir.
Şirket Ele Geçirmelerine İlişkin Şirketler Hukuku	13'üncü Direktif Teklifi	Tam üyelik süresi içerisinde AB Direktif düzenlemeleriyle paralellik sağlanabilir.

<ul style="list-style-type: none"> • Azınlık haklarının korunması: Bir kişi veya şirketin diğer bir şirkette, ele geçirme sonrasında oy hakkında belirli bir oranın üzerinde pay sahibi olması ve kontrolü ele geçirmesi durumunda, azınlık haklarının korunması için azınlıktaki pay sahiplerine teklifte bulunulması ya da en azından eşit araçlar sunulması gerekir. • Denetleyici otorite: Üye ülkeler teklifi her yönüyle incelemek ve yetkili otoriteyi belirleyerek Komisyona bildirmek durumdadır. • Genel prensipler: a) Teklif yapılan şirketteki tüm pay sahiplerine eşit muamele yapılmalıdır. b) pay sahipleri tam olarak bilgilendirilmeli ve düşünceleri için yeterli zaman tanınmalıdır. c) teklif yapılan şirketin yönetim kurulu, bir bütün olarak şirketin çıkarlarını gözetmelidir. • Bilgilendirme: Teklifin kamuya duyurulmasından önce, denetleyici kuruma ve teklif yapılacak şirketin Yönetim Kuruluna bilgi verilmelidir. Üye ülkeler gerekli tedbirleri almak zorundadır. • Kamuyu aydınlatma: Üye ülkeler, teklifin kamuya tam ve doğru olarak duyurulmasını sağlamak ve böylece menkul kıymete ilişkin yanlış bir piyasanın oluşumunu engelleyecek gerekli tedbirleri almak zorundadır. • Teklif yapılan şirketin Yönetim Kurulunun yükümlülükleri: Kurul teklifle ilgili görüşlerini sebepleriyle birlikte açıklayan bir döküman hazırlayarak kamuya duyurmak zorundadır. 	<ul style="list-style-type: none"> • Azınlık haklarının korunması: Şirket sermayesinin %5'ine sahip olan azınlıktakilerin Yönetim Kurulu ve Denetçiler aleyhine dava açılması, bilanço müzakerelerinin ertelenmesi, özel denetçi atanması, Genel Kurulu toplantıya çağırma ve gündeme madde eklenmesini isteme hakkı bulunmaktadır. AB Direktif teklifine paralel olarak, kontrol değişikliği halinde azınlıktaki ortakların payları için zorunlu satın alma teklifi yapılması, hakimiyet oranı belirli bir oranın üzerine çıktığında azınlıktakilerin paylarının satın alınmasını hakim gruptan talep etme hakkı vardır. • Denetleyici otorite: Halka açık şirketlerde denetleyici otorite SPK, Rekabet Kurulu olacaktır. • Genel prensipler ve bilgilendirme: kamuyu aydınlatma ve bilgilendirmeye ilişkin, şirketler ve rekabet hukukunda benzer düzenlemeler bulunmaktadır.
---	--

3.14. Muhasebe Standartları

Tablo 17: Muhasebe Standartları

Konu	AB	Türkiye
Amaç	Uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak finansal varlıkların gerçek değer üzerinden değerlendirilme imkanının sağlanması ve uluslararası muhasebe standartlarının uygulanması yoluyla ülke uygulamalarındaki farklılıkların giderilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, üye ülkelerde var olan farklılıkların azaltılması, hukuki sistemlerin yol açtığı değişik muhasebe uygulamalarının yaratacağı sorunların ortadan kaldırılması ve çifte vergilendirmenin önlenmesi de amaçlar arasındadır.	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:XI, No.1 " Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ ile Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi ortaklıklar ve aracı kurumlarca düzenlenecek mali tablo ve raporların hazırlanması ile ilgililere sunulmasına ilişkin ilke ve kurallar detaylı olarak belirlenmiştir.
Kapsam	AB'de muhasebe standartları 3-8 Nolu Direktiflerle belirlenmiştir. Aksiyon planında ise konsolide tablolar dahil olmak üzere muhasebe standartlarının uluslararası muhasebe standartlarına göre revizyonu hedeflenmiştir. Direktifler kapsamında kurum birleşmeleri, tek düzen bilanço ve gelir tablosu düzenlemesi, kurum bölünmeleri, konsolide mali tablolar, bağımsız denetim standartları yer almaktadır. Dördüncü ve Yedinci Direktifler öncelikli önem taşımaktadır. 4. Direktif bilanço, gelir tablosu düzenlenmesi ve kamuya duyurulmasını düzenlerken, 7. Direktif, konsolide mali tabloların düzenleme ve yayınlanma esaslarını içermektedir.	Düzenleme kapsamına Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi ortaklık ve aracı kurumlarca düzenlenecek yıllık faaliyet raporları, denetçi raporları, dipnotları ile birlikte bilanço ve gelir tabloları ve bu tabloların eki fon akım, nakit akım, satışların maliyeti, kar dağıtım tabloları girmektedir.
Temel Muhasebe İlkeleri	AB'de muhasebe kurallarında hedeflenen harmonizasyon, uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak işletmenin devamlılığı, maddecilik, dönemsellik, muhafazakarlık, tek değerlendirme ilkeleri çerçevesinde olacaktır. Hazırlanacak mali tablolar şirketlerin varlık, borçluluk, kar ve zararına ilişkin durumunu kesin ve gerçek olarak yansıtmalıdır. Mali tablo hesaplarının sıralanması Direktifle belirlenen formata uygun olmalıdır.	SPKuru'nun Seri:XI, No. 1 Tebliğinin 3 maddesinde, muhasebenin temel ilkeleri olarak işletmenin sürekliliği, dönemsellik, tutarlılık, ihtiyatlılık, tam açıklama, önemlilik, sosyal sorumluluk, tarafsızlık, özün önceliği ilkeleri belirtilmiştir. Muhasebe politikalarının seçilmesinde ve uygulanmasında bu ilkelerin esas alınması zorunludur.
Varlıkların Değerleme Yöntemleri	4. Direktif, şirket bilançolarında varlıkların değerlendirilmesi yöntemlerini düzenlemektedir. Şirketler bilançodaki aktiflerini satın alma fiyatı veya üretim maliyeti üzerinden değerleyebilirler. Şirketler tarafından en fazla kullanılan yöntem	Varlıkların değerlendirilmesinde, her varlık, borç ve öz sermaye kalemi itibariyle ayrı ayrı yapılır. Ancak, nitelikleri itibariyle bir bütünlük gösteren benzer kalemler toplu

	<p>tarihi maliyetlere göre değerlemedir. Üye devletler</p>	<p>olarak değerlendirilebilir. Varlık değerlemesinde ve maliyet tespitinde tarihi maliyet, elde etme maliyeti, satın alma maliyeti, üretim maliyeti, inşa maliyeti, net gerçekleşebilir değer, gerçekleşmesi beklenen satış fiyatı, tamamlama maliyeti, rayiç bedel, ilk giren ilk çıkar yöntemi, son giren ilk çıkar yöntemi, ağırlıklı ortalama maliyet yöntemi, hareketli ağırlıklı ortalama maliyet yöntemi, özel sipariş maliyet yöntemi tanımlanmıştır. Bu kapsamda geçici amaçlarla iktisap edilen menkul kıymetler, elde etme maliyeti ile kaydedilirler. İşletmeler, satın alma bedeline bağlı olarak yaptıkları giderleri ise diğer faaliyetlerden gider ve zarar olarak muhasebeleştirilebilirler. Elde etme maliyetinin hesaplanmasında hareketli veya ağırlıklı ortalama maliyet yöntemlerinden birinin uygulanması şarttır.</p> <p>Borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören hisse senetleri ise bilanço gününden önceki 5 iş günü boyunca oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması üzerinden değerlendirilir. Yatırım fonu katılma belgeleri ise ilgili yatırım fonunun bilanço tarihi için açıkladığı alış fiyatları üzerinden; borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetler ise bilanço tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatları üzerinden değerlendirilir.</p>
--	--	--

		Borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyen menkul kıymetler, elde etme maliyetlerine göre % 10 veya daha fazla bir oranda değer kaybetmeleri ve bu değer düşüklüğünün yakın bir gelecekte ortadan kalkacağına dair objektif ve makul bir gerekçenin varolmaması durumunda rayiç değerleriyle değerlendirilir.
Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum	Muhasebe standartlarına ilişkin Direktifler, 1990'lı yıllarda önem kazanan future, opsiyon, forward, swap işlemleri nedeniyle yetersiz kaldığından, revizyonu ve uluslararası muhasebe standartlarına uygun hale getirilmesi gündeme gelmiştir. Avrupa şirketlerinin uluslararası sermaye piyasalarından yararlanmaları için Avrupa dışındaki şirketlerle aynı uluslararası muhasebe standartlarını kullanma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Getirilecek değişiklik özellikle 39. Uluslararası Muhasebe Standardı ile ilgilidir. Bu standart gerçek değer üzerinden maliyetlerin belirlenmesi hakkındadır. Buna göre, varlıklar ilk orjinal fiyat veya yeniden satın alma bedeli üzerinden değil, o anki piyasada aktifin gerçek değeri üzerinden değerlendirilmelidir. 1998 yılından itibaren sekiz AB üyesi kendi ulusal mevzuatlarında bu standardı kullanmaya başlamışlardır.	Uluslararası muhasebe standartları açısından sermaye piyasamızda genel olarak büyük farklılıklar bulunmamakla birlikte bazı uygulamaların uluslararası muhasebe standartlarına göre revizyonu gerekmektedir. Bunlar arasında enflasyon muhasebesi, leasing sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi, inşaat yapı sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi yer almaktadır. Kıdem tazminat karşılıklarında ise ilgili buldukları hesap dönemleri sonu itibarıyla kıdem tazminatı yükümlülüklerini hesaplamaları ve bu yükümlülük nedeniyle cari dönemde ortaya çıkan artışlar için karşılık ayrılması nedeniyle herhangi bir sorun gözlenmemektedir.
Gelirin Elde Edilişi ve Dağıtımı	Uluslararası muhasebe standartlarına göre varlıkların gerçek değer üzerinden değerlendirilmesinde gelirin gerçekleşme zamanı ve muhasebeleştirilmesi, realize edilmemiş kazançların kar ve zarar hesabını etkilememesi açısından önem taşımaktadır. Direktif önerisinde, bu sakıncanın giderilmesi için gerçek değer uygulanması, ticari amaçla tutulan aktifler üzerinde uygulanması, buna karşılık ticari amaç dışında vadeye kadar tutulan uzun vadeli varlıklar üzerinde uygulanmaması belirtilmektedir.	Muhasebe işlemlerinde ihtiyatlılık kavramı gereğince, işletmelerde durum olduğundan daha iyi gösterilmesini engelleyen ve işletmeleri risk altına sokmayı önleyen muhafazakar yaklaşım geçerlidir. Bu kavramın sonucu olarak, işletmeler, muhtemel giderlerini, zararları ve borçları için karşılık ayırırlar, muhtemel gelir ve karları için

		ise herhangi bir muhasebe işlemi yapmazlar. Ancak, bu kavram gizli yedekler veya gereğinden fazla karşılık ayrılmasına gerekçe oluşturamaz.
Kamuyu Aydınlatma	Üye devletler tarafından yeni kamuyu aydınlatma kuralları getirilmesinden ziyade, mevcut kamuyu aydınlatma kurallarının genişletilmesi tercih edildiğinden, öneri kamuyu aydınlatma kurallarının çerçevesini genişletmiştir. Üye devletler, kamuyu aydınlatma kurallarını daha katı hale getirebilirler. Öneriye göre, şirketler yıllık mali tablolarında gerçek değer üzerinden değerlendirdikleri finansal varlıkların kullanımı ile ilgili şirketin risk yönetim hedeflerini ve stratejilerini açıklamakla yükümlüdürler.	İşletmeler tam açıklama ilkesi gereğince, mali tabloların, bu tablolardan yararlanan kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde yeterli, açık ve anlaşılır olmasını sağlamakla yükümlüdürler. Mali tablolarda, finansal bilgilerin tam olarak açıklanması yanında, gelecekte gerçekleşmesi muhtemel olaylara da yer verilmesi zorunludur.

3.15. Vergilendirme

3.15.1. AB ve Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi

Tablo 18: AB ve Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi

Konu	AB	Türkiye
Sermaye piyasalarında uygulanan stopaj ve damga vergisi	Yerleşik kişilerin finansal yatırımlardan elde ettiği faiz ve temettü gelirlerinden minimum %15 stopaj vergisi alınmasının uygunluğu kabul edilmektedir. Diğer taraftan, sermaye şirketlerinin kuruluş sermayesi ile sermaye artırımlarından alınan damga vergisinin %2’den fazla ve %1’den az olmaması öngörülmektedir.	6.7.1994 tarihi itibarıyla Bakanlar Kurulu Sermaye Piyasası Kanununun uygulanması ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulunca düzenlenen öngörülen kağıtların tabii olduğu damga vergisi nispetini “0” sınıra kadar indirmeye, indirilen nispeti kanuni seviyesine kadar çıkarmaya ve bu nispetler dahilinde kağıtlar itibarıyla farklı nispetler tespit etmeye yetkilidir.
Menkul sermaye iratları ve sermaye kazançları	Menkul kıymetlerin vergilendirilmesi temelde menkul kıymet alım-satım işlemleri, kar payı, faiz ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesini kapsamaktadır.	Türkiye’de menkul sermaye iratları; kar payı, faiz, repo ve diğer olarak gruplanmaktadır. Sermaye kazancı, mal ve hakların elden çıkarılmasından sağlanan değer artış kazançlarıdır. AB’den farklı olarak

		vergiye konu net kazanç hesabında yeniden değerlendirme oranı ve/veya devlet tahvili/hazine bonusu ihaleleri bileşik ortalama faizine göre düzeltme yapılmaktadır.
Kar Payı ve Faizin Vergilendirilmesi	<ul style="list-style-type: none"> • Hisse Senetleri Kar Payı • AB'nde yerleşik kişilerin finansal yatırımlardan elde ettiği faiz ve temettü gelirlerinden genelde minimum % 15 stopaj vergisi alınması uygun görülmektedir. AB üyelerinde ise vergi oranı genelde % 25 olmak üzere % 10 ile % 30 arasında değişmektedir. Bazı üyelerde ise (Lüksemburg, İsveç gibi) bu tür gelirlere vergi uygulanmamaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sermaye piyasasındaki vergilendirme açısından AB üyeleri ile büyük farklılık taşımamaktadır. Üye ülkeler arasında da halen tek bir uygulama bulunmamaktadır. Vergilendirmenin sermaye kazançları üzerinde yoğunlaşması, buna karşın temettü kazançlarının vergilendirilmesinin en aza indirilmesi piyasanın uzun vadeli yapısına katkı sağlayacaktır. • GVK. 94/6b(1) gereğince, kar paylarından halka açık şirketlerde % 5, diğerlerinde % 15 stopaj uygulaması bulunmaktadır. • Vergi alacağı dahil toplam tutar 3,5 milyar TL'yi aşıyorsa beyan edilecektir. Gelir Vergisine tabi gelirlerde vergi oranı elde edilen gelire göre % 15 ile % 40 arasında değişmektedir. Avrupa Birliği ülkelerinde ise oranlar % 10 ile % 30 arasında değişmektedir. Ayrıca, dar mükellef gerçek kişilerin geliri sadece tevkif suretiyle vergilendirilmiş kar paylarından oluşuyorsa bunlar yıllık beyannameye tabi değildir. Ayrıca KVK 8/1 gereğince, tam mükellef başka bir kuruma iştirak nedeniyle elde edilen kar payları, yatırım ortaklığı ve yatırım fonlarından elde edilenler hariç kurumlar vergisinden müstesnadır.

		<ul style="list-style-type: none"> Devlet Tahvili, Hazine Bonosu faiz gelirleri indirim oranı (%45.9) uygulandıktan sonra kalan tutarın 3,5 milyar TL'yi aşması halinde beyan edilmektedir. Uygulanan vergi oranları kademeli şekilde kar paylarında olduğu gibidir. Devlet Tahvili ve Hazine Bonosunda stopaj oranları ise GVK 94/7a-b gereğince % 0'dır.
Vergi Kaçağının Önlenmesi	<p>Vergi kaçağının önlenmesinde: Bütün yerleşik kişi ve kuruluşlar için vergi, kaynağında tarh edilmelidir. İdari kontrol açısından da kolaylık sağlayacak sistem ile , stopaj vergi oranları da indirilebilecek ve vergiler kazancın elde edildiği orijin ülkeye gidecektir.</p> <p>Bankalar, AB içerisindeki yerleşik müşterilerinin faiz gelirlerine ilişkin bilgileri vergi otoritelerine bildireceklerdir. Bu yolla, bütün vergi mükelleflerinin vergilerini ödemeleri sağlanmış olacaktır; ancak, bu bankaların gizlilik prensiplerini kaldırılmalarını gerektireceğinden, bir çok üye ülkenin tepkisine yol açmaktadır.</p>	Çifte vergilendirmeyi ve kaçakçılığı önlemeye yönelik olarak AB ülkeleriyle yapılan anlaşmaların ötesinde ortak standartlara ulaşılması gerekli olacaktır.
Çifte Vergilendirme	<p>Temel sorun, çifte vergilendirme yükünün oluşmasıdır. Özellikle sermaye piyasaları alanında üye ülkelerin menkul kıymet işlemlerindeki farklı vergi uygulamaları, sınır ötesi portföy yatırımlarında düşük vergi oranı uygulayan ülkelere rekabet avantajı sağlamaktadır. Sınır kontrolleri ve faktörel hareketlerdeki kısıtlamalar sonucundaki vergi kayıplarından korunmanın etkisiyle vergisel uyum öne çıkarılmaktadır.</p>	Çifte vergilendirmeyi ve kaçakçılığı önlemeye yönelik olarak AB ülkeleriyle anlaşmalar yapılmasına karşın, vergi oranları açısından vergisel uyum söz konusu değildir.

3.15.2. AB Ülkeleri ve Türkiye'de Sermaye Piyasası İşlemleri ve Kazançlarının Vergilendirme Uygulaması

Tablo 19 AB Ülkeleri ve Türkiye'de Sermaye Piyasası İşlemleri ve Kazançlarının Vergilendirme Uygulaması

Ülke Adı	Menkul Kıymet Alım-Satım İşlemleri	Kar Payı ve Faiz Stopajı	Gelir Vergisi
Almanya	Vergi yoktur.	1 Ocak 1993 itibarıyla yerleşik kişi ve kuruluşlara faiz ödemeleri %30 oranında stopaja tabidir. Yerleşik olmayanlar Alman menşeli finansal varlık yatırımları dışında stopaja tabi değildir. Ocak 1995 tarihinden itibaren, kar paylarına ilişkin stopaj %26.375 olarak uygulanmaya başlamıştır. 2000 yılında geniş kapsamlı bir vergi indirim paketi açıklanmıştır.	Esas olarak yatırım kazançları ilgili yıl itibarıyla vergilendirilir. Sermaye kazancı yerleşikler için 6 ayın üzerinde tutulan kıymetler için muafittir. Aynı kategoride yer alan sermaye kayıpları sermaye kazancından düşülür. Toplam net kazanç 1000 DM'nin altındaysa yine vergiden muafittir. Yabancı yatırımcılar için sermaye kazançlarına vergi uygulanmamaktadır.
Avusturya	1. Piyasa muaf. İkinci piyasada tüm borsa alım satım işlemleri işlem vergisine tabidir. İşlem Avusturya dışında gerçekleşiyorsa taraflardan en az birinin Avusturya'da yerleşik olması durumunda vergilendirilir. Tahviller %0.04 ve hisse senetleri %0.15 oranında vergiye tabidir. Dealerlar arasındaki işlemler vergiden muafittir. Hazine bonoları muafittir.	Yerleşik olanlar %25.	Gerçek kişiler %10-%50 arasında gelir vergisine tabidir.
Belçika	1. Piyasada kamu borçlanma senetleri, kote tahviller ve depo sertifikaları için vergi oranı sıfırdır. Diğer tüm tahviller ve depo sertifikaları %0.14 işlem vergisine tabidir. Kalan hisseler için %0.35 ve yatırım fonu	Profesyonel faaliyetlerde kullanılan finansal varlıklardan edinilen sermaye kazançları vergiye tabi gelir olarak kabul edilmekte, gerçek ve tüzel kişiler için uygulanan gelir vergisi oranı geçerlidir.	Gerçek kişiler %10-%50 arasında gelir vergisine tabidir.

	belgeleri için %1; İkinci piyasada yabancı tahvil ve depo sertifikaları ve yatırım fonları için %0.07; Yatırım fon belgeleri işletmelerinde %0.5 ve diğer tüm işlemlerde %0.17 vergi uygulanır.		
Danimarka	Tahvil ihraçları damga vergisinden muaftır. Diğer borçlanma senetleri %1 damga vergisine tabidir. İkinci piyasada yabancı yatırımcılar vergiden muaftır. Yerli yatırımcılar hisse senedi alım-satımlarında %0.5 işlem vergisine tabidir.	Faiz ödemelerinde vergi stopajı yoktur. Yerleşik kişi ve kuruluşlar Danimarka firmalarının kar payı ödemesinde %25'lik kupon vergisine tabidir.	Firmalara uygulanan gelir vergisi oranı %34'tür. Gerçek kişiler üst sınır %62'ye kadar vergi oranına tabi olabilmektedir. Hisse senedi ve tahvil satışlarında yerleşik olmayanlar Danimarka vergilerinden genel olarak muaftır. Tam mükellef şirketler üç seneden uzun süre tuttıkları hisseler için vergiden muaftır. Gerçek kişiler 113300 DKK (1999) tutarı üzerinde gelir elde ederse gelir vergisine tabidir. Üç seneden uzun süreli tutulması halinde vergiden muaftır.
Fransa	Birinci piyasalarda vergi yoktur. İkinci piyasada 1 milyon FRF'nin altındaki her bir işlem için %0.3. 50000 FRF'ye kadar olan işlemler muaftır. İşlemin 1 milyon FRF'yi aştığı takdirde aşan kısmı 4000 FRF'yi geçmeyecek şekilde %0.15 vergiye tabidir. Paris Borsası'nda kote tahvillerin alım-satımı ile resmi bir menkul kıymet borsasında hisse senedi	Yerleşik kişi ve kuruluşlar hisse senetlerinden elde ettikleri gelirden stopaja tabi tutulmaz. Ancak, elde ettikleri kar payları gelir vergisine tabidir. Bazı şirketler istisna olmak üzere gerçek kar payının %50'sine karşılık bir vergi kredilendirme uygulaması geçerlidir. Böylece, gelir vergisi tutarı bir ölçüde azalmaktadır. Tahvil ve para piyasası araçlarından sağlanan faize	Yerleşikler kar payından dolayı gelir vergisine tabidir. Bazı şirketler istisna olmak üzere gerçek kar payının %50'sine karşılık bir vergi kredilendirme uygulaması geçerlidir. Böylece, gelir vergisi tutarı bir ölçüde azalmaktadır. Menkul kıymetlerin satışından doğan sermaye kazancı senelik satış tutarı 50000 FRF'yi aştığı takdirde (1998) %26 oranında

	işlemleri bu vergiden muaf-tır.	uygulanan stopaj vergisi 1987 Ocak ayından itibaren ihraç edilen devlet tahvilleri için %0; 31 Aralık 1964 tarihinden önce ihraç edilmiş tahviller %12 ve 12 Ocak 1965 tarihi ile 31 Aralık 1986 arasında ihraç edilen tahviller için %10'dur.	vergiye tabidir.
Hollanda	1 ve 2. Piyasada damga vergisi yoktur. Sermaye artırımları %1 sermaye vergisine tabidir. Menkul kıymet alım-satım işlemleri vergiden muaf olmakla birlikte, saklama hizmetlerinde %17.5'lik katma değer vergisi uygulanmaktadır.	Kar payı %25.	Her türlü hisse senedi ve tahvilden elde edilen gelirlerde gerçek kişiler %13-%60 arası; tüzel kişiler %35-%40 oranında vergiye tabidir.
İngiltere	Birinci piyasada vergi yok. İkinci piyasada iki tür damga vergisi vardır. Birinci tür vergi, işlemlerden ziyade döküman ve enstrümanlara uygulanan vergidir. Hisse senetlerine damga vergisi %0.5'tir. İkinci tür damga vergisi (SDRT), istisnalar dışında para karşılığı veya para eşdeğeri olan menkul kıymet transferinde uygulanır. 1 Temmuz 1996 tarihi itibarıyla, %0.5 uygulanmaktadır. Hisse senedi depo sertifikaları %1.5 oranında SDRT'ye tabidir.	Kar paylarında KV %20 oranında indirimde denk olmakta, ancak, normal vergilendirmede mükellef %23'lük orana muhatap olmaktadır. Nakit hesaplar ve 5 seneden uzun vadeli para piyasası araçlarının faiz gelirleri gerçek bireylerde %23; diğerlerinde %0 stopaja tabidir. 5 yıldan kısa vadeli para piyasası araçlarında 50,000 GBP ye kadar olan sermayede %23, üzerinde ise %0'dır. Tahvil faizlerinde ve İngiliz Hükümeti hisselerinde %20'dir.	Tam mükellefler 1996/1997 yıllarında 4300 GBP gelire kadar %20, üzerindeki 22800 GBP gelir için %23 ve daha üzeri için %40 vergiye tabidir. Anonim şirketler 1 Nisan 1998 itibarıyla %31 ve 1 Nisan 1999 itibarıyla %30 vergiye tabidir. Kar payları İleri Kurumlar Vergisine (ACT) tabi olup, 6 Nisan 1999 itibarıyla %10'dur. Hisse senetleri ve özel sektör tahvillerinin satılmasıyla, sermaye kazançları gerçek kişilerde %20, %23 veya %40 oranında, yatırım fonlarında %34 ve anonim şirketlerde %31 oranında vergiye tabidir.

			1998/2000 döneminde perakende fiyat endeksine göre düzeltilmiş kazanç gerçek kişilerde 6800 GBP, fonlarda 3400 GBP'nin altındaysa muaftır.
İspanya	1.Piyasada halka arz nominal değerinin %1'i. 2.Piyasada temel olarak vergi yoktur.	Yerleşik kişi ve kuruluşlar için; hazine bonusu dışında kalan menkul kıymetlere ilişkin kar payı ve faiz kazançları %25 stopaj vergisine tabidir.	Gerçek kişiler İspanya'da elde ettiği toplam gelir üzerinden vergiye tabidir. Sermaye kazançları gelir vergisine dahil edilir. Belirli süre elde tutulan kıymetlerden elde edilen kazançlar muaf tutulur.
İsveç	Birinci piyasada damga vergisi yoktur. İkinci piyasa işlemlerinde herhangi bir vergi ve damga gideri yoktur.	Anlaşma olmayan durumlarda yerleşik olmayanlar kar payında %30, faiz ödemelerinde %0 stopaja tabidir.	Yerleşik kişi ve kuruluşlar faiz, kar payı ve sermaye kazançlarında %30 oranında vergiye tabidir. Yabancı menkul kıymetlerde vergi ilgili ülkede söz konusu olabilir. Gerçek kişiden alınabilen toplam en yüksek vergi oranı kazancın %56'sıdır. Kote menkul kıymetlerin alım-satımından doğan sermaye kayıplarının tamamı, diğer sermaye kayıplarının %70'i sermaye kazancı matrahından düşülür.
İtalya	1. Piyasa muaf. İkinci piyasada ise yetkili aracı kurumlarda yapılan her türlü alım-satım işlemi damga vergisinden muaftır.	Sermaye kazancı yatırımcı tercihinine göre a) Saklama kurumu vasıtasıyla. b) Fon yöneticisi vasıtasıyla c) Doğrudan vergi daireleri ile vergiye tabidir. Firmanın %2'sinden daha düşük oranında paya sahip olanlar %12.5; üstünde olanlar %27 oranında sermaye kazancı vergisine tabidir.	Menkul kıymetlerden elde edilen kazançlar gelirler vergisine tabidir.

Lüksemburg	Birinci ve ikincil piyasalarda damga vergisi yoktur.	Yerleşik kişi ve kuruluşlar ve bazı AB üyesi ülkeler kar payında %25 oranında stopaja tabidir.	6 ay içerisinde elden çıkarılan kıymetten elde edilen kazanç vergiye tabidir. Bir kişi için 60,000 LUF altındaki ve evli çift için 120,000 LUF altındaki kazanç vergiden muafıdır. Bir firmanın %25'ten fazla payına sahip ise; normal vergi oranının yarısı kadar bir vergi uygulanır.
Yunanistan	Birinci piyasada Atina borsasında kote şirketler için toplam sermaye artırımından %1 vergi uygulanır. Ayrıca %2.4'lük damga vergisi vardır. İkinci piyasada vergi olmamakla birlikte; menkul kıymet transferlerinde piyasa değerinin %0.3'ü oranında transfer ödemesi vardır.	Kar paylarında %35 stopaj uygulanır. Bunun dışında hissedarlar ve şirketler kar payından dolayı vergi ödemez.	Gerçek kişiler için gelirler vergisi %5 ile %45 arasında değişir. Hamiline hisse senedi ihraç eden ve ASE'de kote olmayan şirketler %40 oranında gelirler vergisine tabidir. Diğer tüm anonim ortaklıklar %35 oranında vergiye tabidir. Genel olarak sermaye kazançları vergiye tabi değildir. Yatırım fonları ve portföy yatırım şirketlerinden elde edilen kazançlar %15 oranında vergiye tabidir.
Türkiye	Birinci piyasada hisse senetleri ve kamu kesimi tahvilleri açısından vergi bulunmamaktadır. Şirket tahvillerinde %0.48 damga vergisi uygulanır. İkinci piyasada damga vergisi yoktur.	2000 yılında, borsada işlem gören şirketlere ilişkin kar paylarında %5, diğer şirketlerde %15 uygulanır. Özel sektör tahvillerinde %10, kamu tahvillerinde %0'dır.	1 Ocak 1999 itibarıyla gerçek kişilere %15-%40 arasında gelir vergisi uygulanır. Kurumlar vergisi oranı ise %30'dur.

3.15.3. AB Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi

Tablo 20: AB Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi

Ülke	İşçi Katkısı	İşveren Katkısı	Faiz ve Sermaye Kazançları	Toptan veya Yıllık Maaşların Vergilendirilmesi
Almanya	Belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilir.	İşverenin, şirket bünyesinde tutulan ödemeleri vergiden düşülebilirken, bu sigorta primleri dolaylı maaş ödemesi olarak düşünüldüğünden işçiler açısından gelir vergisine tabidir.	Vergiye tabi değil.	Emeklilik maaşları (benefits), fonlama yöntemlerine bağlı olarak, düşük oranda vergilenebilir.
Avusturya	Belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilir.	—	%15 oranında vergilenebilir.	—
Belçika	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	Yönetimi üstlenen fonların varlıkları üzerine %0.17 yıllık vergi ve gerçekleşmiş üzerinden %15 veya %25 damga vergisi uygulanırken, sigortalı fonlar için sigortacılarca vergiden düşülemeyen ve dağıtılmış karlar üzerinden alınan %9.25 oranında vergi bulunmaktadır.	Sermayenin düz (flat) vergilemesi; yıllık (anuite) ödemelerin marj oranı vergilemesi söz konusudur.
Danimarka	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	Tahvillerin faiz ve sermaye kazançlarına vergi uygulanırken hisse senetlerinin temettü ve sermaye kazançları vergiden muafır.	Toplu ödemeler (lump sum) %40; yıllık anuite ödemeler kişisel gelirlerle aynı oranda vergilenebilir.

Finlandiya	İşçi ve işverenin emeklilik programlarına destekleyici katkıları belli bir tavana kadar vergiden düşülebilir.	—	Emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir.	—
Fransa	Vergiden düşülebilir.	—	Vergiden düşülebilir.	Emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir.
Hollanda	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	Vergiye tabi değil.	Emeklilik maaşları vergilendirilmiştir.
İngiltere	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	Vergiye tabi değil.	—
İrlanda	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	—	Toptan ödemeler vergiye tabi değil ancak, emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir.
İspanya	Vergiden düşülebilir (belli bir tavana kadar).	Vergiden düşülebilir.	Emeklilik Fonu varlıkları vergiye tabi değildir.	Emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir.
İsveç	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	Vergilenebilir.	Düşük oranda vergilendirilmiştir.
İtalya	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	—	Emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir.
Lüksemburg	Belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilir.	Almanya'da yürürlükteki tebliğler ile karşılaştırılabilir.	—	Emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir.
Portekiz	Vergilendirilmiş.	İşçiden vergi alınmıyor, ancak eğer işvereni erken terketmeleri durumunda kazanılmış hakları yoksa vergiden istisna.	—	Kısmen veya tamamen belli bir tavana kadar vergiden düşülebilir.
Yunanistan	Vergiden düşülebilir.	Vergiden düşülebilir.	—	Emeklilik maaşları gelir vergisi olarak vergilenebilir

3.16. AB’de Şirket Yönetim İlkeleri

Şirket yönetim ilkeleri konusunda tüm ülkeler için geçerli ve doğru olan bir model bulunmamaktadır. Her ülkedeki sosyo-ekonomik yapıya göre farklı ilkeler geçerli olabilmektedir. Her koşulda mutlak geçerli bir model olmamasına karşın genel bir çerçeve içinde ortak bir takım ilkeler benimsenmesi konusundaki çabalar giderek artmaktadır. AB içinde İngiltere deneyimi genel olarak Anglo-Sakson geleneğini yansıtmaktadır. Özellikle, mali tabloları gerçek finansal durumu yansıtmayan bazı şirketlerin batmasından sonra Londra Borsası, muhasebe standartlarından sorumlu Finansal Raporlama Konseyi, Komite’ye başvurarak bu konuda önlem alınmasını, bu çerçevede yöneticilere yol gösterecek en iyi uygulama kodu “Code of Best Practice” benimsenmesini istemiştir. Kabul edilen bu Kod’ta benimsenen ilkeler diğer ülkelere de örnek teşkil etmiştir. Bu ilkeler kamuyu aydınlatma, kontrol ve dengeler ve çıkar çatışması olmak üzere üç başlık altında toplanmaktadır.

1990’ların başından ve İngiltere’de Cadbury Grubu’nun oluşumundan sonra, Avrupa Birliği’nde şirket yönetim ilkeleri konusunda tartışmalar yoğunlaşmıştır. AB çapında uygulanacak şirket yönetim ilkeleriyle AB şirketlerinin global sermaye piyasalarında daha rekabetçi olması amaçlanmaktadır. Yarı resmi komitelerin çalışmaları sonucunda bazı reformlar gerçekleşmiştir. Bununla beraber ulusal görüşmelerde benimsenen ilkelere karşı AB çapında henüz anlaşma sağlanamamıştır. Bu tür farklılıklar sınırlar arası entegrasyonu ve Avrupa ötesi kuruluşların oluşumunu kısıtlamaktadır.

1995 yılında kurulan Rekabet Danışma Grubu (RDG), şirket yönetim ilkesi konusunda ortaya çıkan benzer yaklaşım ve AB politikasının özellikle şu üç önemli alan üzerine inşa edilmesi tavsiyesinde bulunmuştur.

1. Şirket yönetiminde Avrupa çapında geçerli en iyi uygulama kodunun kabul edilmesi.
2. Üye ülkelerdeki kamuya ait kuruluşların bütünsel yapısını tanımlayan bir rehber kitap hazırlamak,
3. Ulusal hükümetlerce, özellikle özelleştirmelerde yabancı mülkiyetine konulan koruyucu kısıtlamaları azaltmak.

Şirket yönetiminde bir diğer konu, tek pazarın oluşumuna önemli katkı sağlayacak olan Avrupa Şirketi Statüsünün (AŞS) tanınmasıdır. Bu alandaki politika AB’de yeni fırsatlar yaratılması açısından önemlidir. Faaliyetlerini tüm Avrupa Birliği içinde genişleterek tek pazar avantajından yararlanmak isteyen birçok büyük şirket mevcut durumda farklı ulusal şirketler hukuku kurallarına uyum zorunluluğundan dolayı ek maliyetlere katlanmak

durumda kalmaktadır. Bu durumun önlenmesi için Avrupa iş organizasyonları Komisyon'a AŞS'nün kabul edilmesini istediklerini bildirmişlerdir. AŞS, Ortak Pazar için yapılan Faaliyet Planında da öncelikli sıradadır.

RDG, kamu şirketleriyle ilgili olarak yatırımcılar arasında ayırmacılığa yol açan altın hisseler ve bu gibi mekanizmaların cesaretlendirilmemesi gerektiğini vurgulamaktadır. Özel sektör şirketlerinin yönetiminde, azınlıktaki hissedarların hangi durumlarda ve hangi sınırlar içerisinde yönetimde söz sahibi olmaları konularına açıklık getirilmelidir. Belirtilen ayırmacı mekanizmalar, modern, uluslararası entegre sermaye piyasalarının oluşumunda çok büyük bir engel oluşturmaktadırlar.

3.16.1. AB Ülkelerinde Gelişmeler

Avusturya: Avusturya Ticaret Odası'nın işletmeleri destekleme enstitüleri kendi danışmanlıklarında küçük ve orta ölçekli şirketlerin, şirket yönetimi alanındaki soru ve sorunlarıyla ilgilenmektedirler. Ayrıca işletme ve finans planlamalarına da destek vermektedirler.

Danimarka: Danimarka'da şirket yönetimini ilgilendiren hükümete ait bir çalışma söz konusudur. Bu çalışma, Danimarka sanayisindeki mülkiyet yapısına ilişkin eski ve yürürlükte olan yasaları incelemektedir. Ayrıca vergi yasalarını da içine alan performansa bağlı ödemelerin avantaj ve dezavantajları da araştırılmaktadır. Bir de şirket yönetimini geliştirebilecek iş tüzüklerindeki değişimlerin sınırları kapsamaktadır.

Finlandiya: Helsinki Borsası (3 kamu organizasyonu ile beraber) şirket yönetimiyle ilgili en iyi uygulamaları içeren bir tavsiyename hazırlamıştır. Bu tavsiyenamenin gelişmesine yönelik sonuçlar, OECD çalışması bitirildikten sonra tamamlanmıştır.

Fransa: Fransa Hukuku, herhangi bir şirkette güçler dengesini öngören belli başlı yasalar çıkarmıştır. Örneğin, kamu şirketlerinde, yasa; yöneticilerin en az 2/3'sinin şirketin işverenlerinden olmamasını garanti ederek yönetim kurulunun özgürlüğünü korumaktadır. Ayrıca parlamentoya sevkedilecek olan şirket hukuku reformunda da şirket yönetimiyle ilgili bir bölüm vardır.

Almanya: Şirket kontrolü ve şeffaflığıyla ilgili yasa, "şirket yönetimi"ne ilişkin temel standartları belirlemektedir. Yürütmeyle ilgili yapılan görüşmelerin sonucunda, Alman idarecilerin düşünüş ve fikirlerinin yeniden yapılmasıyla ilgili ilerlemeler katedilmiştir.

İtalya: Finansal piyasalara ilişkin kanun metinlerinin konsolide edilmesi kararından sonra kote şirketlerde yönetim ilkeleri azınlık haklarının korunmasını artırma yönünde gelişmiştir. Piyasaya yeni girecek olan kü-

çük şirketler ve dolayısıyla pan-European EURO NM ağı, şirket ve yatırımcıların iletişiminin artırılmasını sağlayacak mekanizmaların geliştirilmesini sağlayacaktır. Adalet Bakanlığı'nın içinde oluşturulan komite, borsada kote olmamış şirketleri ilgilendiren yasa reformunda bulunan şirket yönetimini incelemektedir.

Hollanda: “Şirket Yönetimi” konusu özel sektör ve devlet temsilcileri ile OECD arasında halen görüşülmektedir.

Portekiz: İşletmelere yönelik eğitim ve aydınlanma programları, kendi içinde şirket yönetimini içeren en iyi uygulamaları kapsamaktadır.

İsveç: Risk sermayesi sektöründe, şirket yönetimi alanındaki en iyi uygulamaları üye ülkelerin sorumluluğunda değildir.

Avrupa Birliği'nde şirket yönetimi konusunda yapılan çalışmalardan biri CEPS (Centre for European Policy Studies) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, şirket yönetimi konusunda Avrupa Birliği'ne yönelik olarak önemli tespit ve önerilerde bulunulmuştur.

1. Ulusal bazda şirket yönetim ilkelerindeki farklılıklar nedeniyle ilk aşamada, şirket yönetimi konusunda bir rehber düzenlemenin hazırlanması önerilmektedir. Bu rehberin fonksiyonu, AB bünyesinde şirket yönetimi açısından asgari standartların ve çerçevenin oluşturulmasını sağlamaktır. Borsalarda menkul kıymetleri işlem gören tüm şirketlerin bu asgari düzeydeki kurallara uymalarının zorunlu tutulması önerilmektedir. Kurallara uyumun izlenmesinin ise bağımsız organizasyonlar (borsalar, denetçiler gibi) tarafından yapılması yararlı görülmüştür. Reel sektördeki önemli şirketlerin bu kurallara uymalarının desteklenmesinin, diğer şirketleri de bu yöne sevk etmeyi hızlandıracağı belirtilmiştir.
2. AB düzeyinde muhasebe standartlarının uyumlaştırılması ve Uluslararası Muhasebe Standartları (IAS) benzeri bir standartlaşmaya gidilmesi ve AB Muhasebe Standartlarının oluşturulması (European Accounting Standards) gerektiği önerilmektedir.
3. Şirket alım ve ele geçirme tekliflerinde şeffaflığı ve kamuyu aydınlatmayı sağlamak amacıyla alım prosedürlerinin ve kurallarının uyumlaştırılması, şirketler hukuku direktiflerinde bunu sağlayacak kuralların getirilmesi önerilmektedir.
4. Avrupa Şirket Statüsü'nün oluşturulamamış olması da ortak şirket yönetim ilkelerinin uygulanmasını engelleyen diğer bir faktördür. Şirketlerin kuruluş ve faaliyetlerindeki farklı yasal gerekliliklerin ülkeden ülkeye değişmesi şirketler açısından önemli maliyetlerle karşılaşılmasına sebep olmaktadır.

Şirket yönetimi konusunda önerilerinin başlıcaları ise aşağıdaki gibidir:

- a) Şirket yönetim kurallarının hedefi, şirketin ilgili tüm tarafları arasında bir konsensüs oluşturulmasını sağlamaktır.

Pay Sahiplerinin Hakları ve Sorumlulukları

- a) Pay sahiplerine oy haklarını bağımsız ve yeterli bilgilendirilmiş şekilde kullanma imkanı verilmelidir. Hisse sahipliğinin giderek uluslararasılaşması ve ulusal sınırların dışına çıkması bunu gerekli kılmaktadır. Özellikle yatırımcıların hisse senetlerini saklayan bankalar ve benzeri kuruluşların oy haklarını vekaleten kullanımlarında bu kural önem taşımaktadır.
- b) Pay sahipleri hisse senetlerine hangi hakların bağlanacağı konusunda karar verebilme imkanına sahip olabilmelidir. Her payın bir oya sahip olması ana kural olmalıdır. Bu kuralın dışındaki tüm istisnalar için şirket genel kurulunun onayı zorunlu tutulmalıdır. Pay sahiplerinden şirket yönetimine delege edilen hak ve yetkilerin kullanımı, düzenli aralıklarla ve prosedürlerle gözden geçirilmelidir.
- c) Pay sahiplerinin temel hakları arasında yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin atanması ve azli, dağıtılacak temettülerin onaylanması, esas sözleşme değişikliklerinin ve yeni hisse yaratılmasının onaylanması yer almalıdır.
- d) Pay sahipleri şirketin uzun vadeli büyümesini ve istikrarını gözönünde tutmalıdırlar. Büyük pay sahibi ortakların bu konudaki sorumlulukları öncelikli önem taşımaktadır.
- e) Azınlık niteliğindeki pay sahiplerine eşitlik ve dürüstlük prensibine uygun olarak davranılmalıdır. Bu kural özellikle şirket ele geçirme durumlarında öncelikli öneme sahiptir.

Yönetim Yapısı ve Prosedürleri

Yönetim Tek Kurullu veya İki Kurullu bir yapıda olabilir.

Tek Kurullu Yönetim Yapısı

- a) Yönetim kurulu, şirket yönetim başarısından sorumludur. Bu nedenle, yönetim performansının sürekli ve yakından etkili şekilde izlenmesi gereklidir.
- b) Yönetim kurulu üyeleri arasında, tecrübeli ve yüksek kalifiyeli, yönetimden bağımsız şirket dışından üyeler yer almalıdır (outside directors). Dışarıdan üyeler, yönetim kurulunda yeterli sayıda olmalı ve yönetim üzerinde etkili bir gözetim yapacak şekilde bağımsız niteliğe sahip olmalıdırlar.
- c) Yönetim kurulu üyeleri, şirket genel kuruluna karşı sorumludur. Üyelik süreleri ve yeniden atanmaları genel kurulun onayına tabi tu-

tulmalıdır. Yönetim kurulu üyeliği belirli bir süre ile sınırlanmalıdır.

İki Kurullu Yönetim Yapısı

Yönetim yapısında, yukarıdaki belirtilen prensipler, yönetim kurulu ve denetim kurulu arasında paylaşılır. Her iki organın görev ve yetkileri ile çalışanların denetim kurulunda temsili şirket ana sözleşmesi ile belirlenmiştir.

Raporlama ve Kontrol

- a) Yönetim kurulu şirket hesaplarını dengeli tutmak ve uygun yollarla pay sahiplerinin onayına sunmakla görevlidir.
- b) Şirket bilgileri ortakların tümü tarafından eşit olarak edinilecek şekilde yayınlanmalıdır.
- c) Yıllık faaliyet raporunda, şirket stratejileri ve yatırım kararları yayınlanmalıdır.
- d) Yönetim kurulu şirket denetçileri ile objektif ve açık ilişki kurmalıdır. Yönetim kurulundaki dışarıdan üyelerin, yönetimin denetimindeki sorumlulukları önem taşımaktadır.

Şirket yönetim kuralları alanında AB bünyesinde çeşitli ülkelerde farklı bakış açıları söz konusudur.

İngiltere’de 1991 yılında Cadbury Komitesi, şirketlerde finansal raporlama standartlarını ve güvenilirliklerini tespit etmek, bu hususlarda yönetici konumunda olan ve olmayan yönetim kurulu üyelerinin rollerini belirlemek amacıyla kurulmuştur. Söz konusu Komite, 1992 yılında finansal açıdan şirket yönetimi uygulamaları konusundaki çalışmasını yayınlamıştır (Code of Best Practice on the Financial Aspects of Corporate Governance).

Londra Borsası bu kurallara uymayı isteğe bağlı tutmakla birlikte, şirketlerin yıllık raporlarında bu kurallara uyup uymadıklarını ve eğer uymuyorlarsa uymama sebeplerini açıklamalarını zorunlu tutmuştur.

Cadbury Komitesi raporunun getirdiği başlıca öneriler aşağıdakilerdir:

- 1) Başkan (chairman) ile İcra Kurulu Başkanı (Chief Executive) arasında ayrımı önem verilmelidir.
- 2) Yönetim kurulunun bağımsızlığı sağlanmalıdır. Bu amaçla yönetici konumunda olmayan üyeler gerçekten bağımsız ve yeterli bilgi donanımına sahip olmalıdırlar. Bu üyeler bağımsız öneride bulunabilme pozisyonunda olabilmeli ve yönetim kurulu çalışmalarına yeterli zamanı ayırabilmelidirler. Atanmaları da belirli bir prosedür içinde olmalıdır.
- 3) Yönetici konumundaki üyelere yapılan ödemeler kamuya açıklanmalı ve ücretlendirme komitesi niteliğinde bir komitenin önerisiyle belirlenmelidir.
- 4) Denetim komitesine yapılan atamalar ve atama prosedürleri konusunda pay sahipleri bilgilendirilmelidir.

5) İç kontrol mekanizmalarının işleyişi ve faaliyetlerin gidişatı hakkında yöneticiler tarafından pay sahiplerine bilgi verilmelidir.

Şirket yönetim prensipleri değişik Avrupa ülkelerinde farklı önceliklere sahiptir. İngiltere'de 1992 yılında Cadbury Komitesi'nin raporunun kabulü ile daha ziyade finansal kontrol ve güvenilirliğin yeterliliği ve yöneticilere yapılan ödemeler önem kazanmıştır.

Almanya'da öncelikle üzerinde durulan konu, yönetim kontrolünün etkinliğidir. Özellikle universal bankaların, oy haklarının vekaletle kullanımı ve denetim kurullarında sahip olacakları üyelikler yoluyla şirketler üzerindeki etkinlikleri ve denetimi üzerinde durulmaktadır.

Fransa'da şirket yönetim kuralları kapsamında, büyük işletmelerdeki üst düzey yöneticiler arasındaki hiyerarjik yapının yönetim kurulunun bağımsız şekilde hareket etmesine ve güvenilirliğine olan etkileri önem taşımaktadır.

Pay Sahipliği Yapıları

Avrupa ülkelerinde hisse senedi sahipliğindeki farklılıklar, bu ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeylerinde belirleyici rol oynamaktadırlar.

İngiltere'de borsalara kote şirketlerin hisse senedi sahiplerinin ortalama % 59'unu kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Kurumsal yatırımcılar arasında emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bankalar, yatırım fonları ve ortaklıkları yer almaktadır. İngiltere'de ikinci büyük pay sahibi grubunu % 19 ile hane halkı olarak tanımlanan bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Sanayinin payı ise % 4'tür.

Almanya'da sanayi % 42'lik oranla, borsa kotundaki şirketlerde en büyük pay sahibi grubu oluşturmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar % 15'lik bir paya sahiptirler ve bunun % 10'u bankaların elindedir. Hane halkı ise % 17'lik bir payı elinde bulundurmaktadır. Fransa ve İtalya'da bireysel yatırımcılar, hisse senedi sahipliğinde birinci sırayı almaktadır. İtalya'da kamu, borsa şirketlerinde % 27'lik oranla, ikinci büyük pay sahibi grubu oluşturmaktadır.

Avrupa Ülkelerinde Şirket ve Yönetim Kurulu Yapılanması

Avrupa Birliği'nde sınırlı sorumlu şirket (anonim şirket) statüleri karşılaştırılabilir nitelik taşımaktadır. Sınırlı sorumlu şirketler, ortaklarından bağımsız şekilde kendine özgü yasal kimliği olan ve borçlardan dolayı sermayedeki payla sorumlu olunan şirket türleridir. Bu tür şirketler halka açık veya kapalı olabilir. Şirket yönetim ilkeleri daha ziyade halka açık sınırlı sorumlu şirket türlerinde önem kazanmaktadır. Zira bu tür şirketlerde hisse sahipliği, şirket yönetiminden bağımsız şekilde, herhangi bir kı-

sıtlamaya tabi olmaksızın transfer edilebilmektedir. Bu şirketlerin yönetimleri ayrıca birtakım yükümlülüklerle tabidirler.

Halka açık sınırlı sorumlu şirketler Avrupa Birliği üyesi ülkelerde değişik kuruluş şartlarına tabidirler. Bu şirketlerin sahip olmaları zorunlu asgari sermaye miktarları, yönetim kurulunun oluşumu ve üyelerinin seçimi, genel kurulun sorumlulukları farklılıklar içermektedir. Avrupa Birliği ülkelerinin çoğunluğu tek kurullu yönetim yapılanmasına sahiptir. Bu sistemde yönetim kurulu bir yandan yönetimin temsilcilerini (executive directors) diğer yandan hisse senedi sahiplerinin temsilcilerini (non-executive / outside directors) biraraya getirmekte ve sorumlulukları bu temsilciler arasında paylaştırmaktadır.

İki kurullu yapıda, şirket yönetim kurulu, yönetimden bağımsız şirket dışından seçilmiş üyelerden oluşan denetim kurulunun denetimine tabidir. Danimarka, Almanya ve Hollanda bu sistemi kullanırken, Fransa, Portekiz ve İspanya'da her iki sistemden biri seçilebilir. Danimarka, Almanya ve Hollanda'da ayrıca işçi temsilcileri denetim kurullarında yer almaktadır. Bu açıdan Almanya dikkat çekicidir. Almanya'da 2000'nin üzerinde işçi çalıştıran şirketlerin denetim kurulu üyelerinin yarısından fazlası işçi temsilcilerinden oluşmaktadır. İşçi temsilcilerinin denetim kurulunda yer alması İsveç'te de zorunlu iken, Fransa'da ihtiyaridir.

Yönetim kurulu ile iki kurullu sistemlerde denetim kurulu pek çok ülkede genel kurul tarafından atanır veya onaylanır. Hollanda bu kuralın istisnasını oluşturmaktadır. Bu ülkede denetim kurulu üyelerini kendisi seçer.

Almanya'da denetim kurullarının yapısı incelediğinde, sendika ve işçi temsilcilerinin üye sayısının yarısını oluşturdukları, sanayi temsilcilerinin % 25 ile ikinci önemli grup olduğu, bankalar ve diğer finansal şirketlerin ise % 10'luk bir orana sahip oldukları görülmektedir.

Muhasebe Düzenlemelerinin AB Şirket Yönetim İlkelerine Etkisi

Muhasebe düzenlemeleri bir dizi kural getirerek şirketlerin finansal durumlarının doğru ve dürüst bir şekilde yansıtılmasını amaçlarlar. Yıllık bilanço ve gelir tabloları ile şirket faaliyetlerinden elde edilen sonuçlar ortaya çıkarılır ve bunlar genel kurulda hissedarların onayına tabi tutulur. Hissedarlar dışında çalışanlar, şirkete borç verenler, müşteriler ve vergi otoriteleri açısından da bu sonuçlar önem taşıdığından, sonuçların şirket denetçileri tarafından incelenmesi istenir.

Muhasebe uygulamalarında genelde iki yaklaşım gözlenmektedir. Birincisi özellikle Anglo Sakson ülkelerinde rastlanan muhasebe sisteminin finansal piyasaların ihtiyaçlarına göre düzenlendiği sistemdir. Hollanda'da aynı sistem geçerlidir. İkinci sistem kıta Avrupası ülkelerinde görülmekte-

dir ve finansal piyasaların ihtiyaçlarından ziyade şirketler mevzuatından kaynaklanan gerekliliklere göre düzenlenmiştir. Muhasebe sistemlerindeki anlayış farklılığından dolayı, değişik ülkelerdeki şirketlerin yılsonu faaliyet sonuçlarını aynı şekilde değerlendirmek mümkün olamamaktadır.

Avrupa Birliği'nde şirket yönetim kuralları konusunda birlik ve uyumdaki gelişme oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır. Zira şirket yönetim ilkeleri ülkeden ülkeye ulusal ekonomik ve sosyal şartlarına göre oldukça farklılık gösterebilmektedir. Şirket kuruluşlarındaki ve çalışanların denetim kurullarında yer almasındaki değişiklikler ve benzeri olgular, üye ülkelerin ulusal sistemlerinde önemli etkide bulduklarından uyum amaçlı düzenlemelerin sonuçlandırılmasını güçleştirmektedir. Bu nedenle halka açık anonim şirketler, şirket alım ve ele geçirme prosedürleri, çalışanların şirketlerdeki hakları gibi şirket yönetim ilkelerindeki uyum hızı, diğer düzenlemelere göre yavaş olmaktadır. Örneğin Avrupa şirket statüsünün oluşturulmasında çalışanların yönetime katılımlarının ülkeden ülkeye değişim göstermesi ortak bir düzenleme belirlemeyi zorlaştırmaktadır. Almanya'da işçi temsilcilerinin yönetim ve denetimde temsili oldukça yüksek olduğundan, daha esnek kuralların Almanya tarafından kabulü güç gözükmektedir.

AB'de şirket yönetim ilkeleri açısından önem taşıyan diğer bir düzenleme 1994 yılında kabul edilen Avrupa İş Konseyleri Direktifidir. Bu iş konseyleri, birden fazla üye ülkede faaliyet gösteren uluslararası şirketler için sözkonusu olup, yönetim ve çalışan temsilcilerinden oluşan 30 kişiden oluşmaktadır. Çalışanlar ve temsilcileri tarafından talep edildiğinde bu konseyin oluşturulması gerekmektedir. 1997 yılından itibaren iş konseyleri bulunmayan şirketler, işçi temsilcileri ile böyle bir konsey kurulması konusunda görüşme yapmak durumundadırlar. Şirket sahipleri şirketin önemli yeniden yapılanma ve benzeri faaliyetlerini işçi temsilcilerine bildirmek ve onlarla tartışmak zorundadırlar. Direktif en az 1000 işçiye sahip ve bunlardan en az 150'sinin diğer bir üye ülkede çalıştıran şirketler açısından uygulanma durumundadır. Almanya'daki sistem Direktifdeki düzenlemeye göre daha ileri düzeydedir. Zira Direktif sadece bilgilendirme ve danışma niteliğinde iken, Almanya'daki uygulama büyük ölçekli işletmelerin denetim kurulu üyeliklerinin yarısından fazlasının işçi temsilcilerinden oluşması şeklindedir.

Tek bir finansal piyasa oluşturmaya yönelik düzenlemeler, şirket yönetim ilkelerine uyum açısından önem taşımaktadır. Üye ülkeler arasında sermaye dolaşımının serbestliği, finansal hizmetlerin serbestçe her ülkede verilebilmesi, universal bankacılık düzenlemeleri şirket yönetim kurallarını da dolaylı olarak etkilemektedir. İkinci bankacılık direktifi,

AB'de universal bankacılık modelini benimsemiştir. Buna göre AB bankaları geniş bir yelpazede ticari bankacılığı ve yatırım bankacılığını birarada yapabileceklerdir. Bankaların sanayide yüksek oranda pay sahibi olmalarına izin verilmiştir. Bankalar varlıklarının % 15'i oranında finansal olmayan şirketlere yatırım yapabilir, hisse sahibi olabilirler. Ayrıca bankaların sanayi şirketlerindeki paylarının % 60'ı geçmemesi kuralı getirilmiştir. Diğer bir sınır ise banka kaynaklarının en fazla % 25'i tek bir müşteriye kullanılabilmesidir. Bu oranlar pek çok AB üyesi ülkeye göre yüksek oranlardır.

AB'de aşağıda belirtilen beş gelişme, ulusal sistemler arasındaki farklılıkların azalmasını ve AB piyasalarının uluslararası rekabete açılmasını kolaylaştırmaktadır:

- 1) Kurumsal yatırımcıların artan rolü,
- 2) Finansal piyasaların entegrasyonu,
- 3) Muhasebe standartlarının uyumlaştırılması,
- 4) Pay sahipliği aktivitesinin (shareholder activism) artmış olması,
- 5) Özelleştirmenin artan ivmesi.

Avrupa sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların artan önemi, şirket yönetim sistemlerinde Anglo Sakson modelinin kabulünü zorlamaktadır. Ortakların bilgilendirilmesi, bir hisse bir oy kuralı, temettü politikası, yöneticilere sağlanan maddi menfaatler ve genel kurul düzenlemelerinin önemi giderek artmıştır. Kurumsal yatırımcılar, çeşitli konularda şirket yönetimi üzerinde bir baskı grubu niteliği kazanmışlardır. Zira kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcıların aksine daha aktif bir ortaklık sergilerler ve yönetim eksikliği veya yetersizliğine karşı etkin girişimlerde bulunabilirler. AB'de kurumsal yatırımcılarla ilgili düzenlemelerin liberalizasyonunda önemli gelişmeler kaydedilmiştir. 1994 yılında hayat ve hayat dışı sigorta Direktifleri ile, sigorta şirketlerinin yatırım kısıtlamaları azaltılmış ve AB çapında sigorta şirketlerinin yatırımlarındaki bölgesel çaplı zorunlulukları kaldırılmıştır. AB bünyesindeki emeklilik fon varlıklarının % 80'ninden fazlası İrlanda, Hollanda ve İngiltere'de kurulu fonlara ait olup, İngiltere ve İrlanda'da emeklilik fonlarının portföy yatırımlarının dağılımında herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Almanya, Belçika ve Danimarka'da yabancı menkul kıymetlere yapılacak yatırımlar sınırlandırılmıştır. Almanya'da sigorta şirketleri ve emeklilik fonları, portföylerinin en fazla % 30'unu hisse senedi yatırımlarına yöneltebilirler. Uygulamada fon yöneticilerinin risk almaktan kaçınmak istemeleri sebebiyle bu oran % 18 seviyesindedir.

Uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu neticesinde kurumsal

yatırımcıların portföy dağılımlarında uyumluluk düzeyi artacaktır. Kıta Avrupası'nda kurumsal yatırımcıların portföyü asıl olarak tahvil vb borçlanma araçlarına odaklanmıştır.

Şirket yönetim ilkelerinin gelişmesini destekleyen diğer bir faktör, pay sahipliğinden doğan hakların aktif bir şekilde kullanımının yaygınlaşmasıdır. Bu eğilim özellikle ABD ve İngiltere'de açık bir şekilde gözlenmektedir. Pay sahipleri şirket yönetimine karşı aktif ve etkin bir faaliyet göstermektedirler. İlgili departmanlar (voting services), hissedarları hakları konusunda sürekli bilgilendirmekte ve oy kullanmalarını teşvik etmektedirler. Genel kurul gündeminde yer alan konularda hissedarlar detaylı olarak bilgilendirerek, farklı oylama neticelerinde oluşacak durumlar hakkında bilgi vermektedirler. İngiltere'de Cadbury Raporu'da kurumsal yatırımcıların oy haklarını kullanma politikalarını kamuya açıklamaları gerektiği belirtilmiştir.

AB'nde şirket yönetim ilkelerinin geliştirilmesinde çeşitli güçlüklerle karşılaşmaktadır. Hissedarların genelde pasif bir tutum izledikleri ve genel kurulda asaleten veya vekalet oy kullanmadıkları bu güçlüklerden birisidir. Genel kurullara hissedarların katılım düzeyleri düşüktür. Bu ilgisizliğin sebepleri arasında şirket yönetimi karşısında güçsüz ve etkisiz oldukları ve oylarının belirleyici rol oynamayacağını düşünmeleri, vergisel nedenlerle hisse sahipliğinin mümkün olduğunca gizlenmeye çalışılması, şirkette uzun vadeli bir yatırım düşünülmemesi yer almaktadır. Ancak AB üyesi ülkelerde hissedar bazlı kurallar gelişmeye devam etmektedir. Almanya'da bankalar saklama hizmeti verdikleri müşterilerine karşı genel kurullarda oy haklarını ne yönde kullanacağı konusunda bilgi vermek zorundadırlar ve oy kullanımında onların görüş ve talimatlarını almakla yükümlüdürler. Müşteriler tarafından oyların kullanımı konusunda herhangi bir talimat bulunmaması durumunda, oy haklarını belirtildiği şekilde kullanılabilirler. İngiltere'de borsada menkul kıymetleri işlem gören şirketler, yıllık raporlarında Cadbury Komitesi raporunda yer alan şirket yönetim ilkelerine uyup uymadıklarını belirtmek zorundadırlar.

IV. AB Sermaye Piyasalarına Teknik Uyum

Türk sermaye piyasası ve borsasının AB sermaye piyasaları ile teknik açıdan uyumu; piyasa derinliği, likiditesi ve makro ekonomik katkıya yönelik standartlar ve teknolojik gelişmeleri içermektedir. Global piyasaların tüm katılımcılar için mükemmel işleyişi amacıyla son yıllarda geliştirilen yöntemler, özellikle aracı kurumların piyasadaki fonksiyonları ve öte yan-

dan kullanılan veri işlem ve aktarım mekanizmalarının modernizasyonuna ilişkindir.

Piyasa yapılarındaki reformlar üç grupta ele alınabilir: Birinci olarak, teknolojik yenilikler ile yeni borsaların kurulması ve alternatif piyasa işlemlerinin oluşturulmasıdır. İkinci olarak, kurumsal yatırımcılar farklı işlem sistemlerine dayalı olan farklı piyasalara daha kolay ulaşarak yatırım yapabilmektedirler. Son olarak, piyasalara ve işlem sistemlerine ilişkin yasal düzenlemelerde serbestleşme oluşmakta veya yasal durumlar piyasa serbestleşmesinde kısıtlayıcı nitelikte olmamaktadır.

Teknolojik bakımdan en ileri piyasa sistemine sahip olduğu kabul edilen New York Borsası dahi, en son 1995 yılında 200 yıldır kullanmakta olduğu bilgisayar tabanlı işlem sistemini modernize etmek için 125 milyon dolarlık son aşamayı gerçekleştirmiştir.

İMKB, yeni teknolojilerin hızla uyarlandığı dünya borsalarına paralel olarak; gerek fiyat oluşturma ve etkin bilgi transferi ve gerekse global piyasalara entegre olmak bakımından elektronik işlem sistemini sürekli geliştirmektedir.

Menkul kıymet piyasalarında özellikle düzenlemelerin hazırlanması ve yürütülmesi piyasa gelişiminde etkin rol oynamaktadır. 21. yüzyılda tek ekranlı, uzaktan erişimli ve ortak takas sistemine sahip piyasa mekanizmaları geçerlilik kazanacaktır. Gelişmelere uygun yasal düzenlemeler ile sınır-ötesi işlemler ve üyelikler gerçekleşecektir.

Yeni işlem sistemlerinin ABD Ulusal Piyasa kotasyonuna dahil edilmesi adil fiyatlandırmada gerekli olmakta; ancak Instinet ve Optimark gibi sistemler ile verilen kotasyonların piyasadaki ilgili aracı kurumları ve piyasa yapımcıları zor duruma sokabileceği iddia edilmektedir. New York Borsası'ndaki teknik gelişmeler sayesinde çok daha fazla işlem kablosuz iletişim ile gerçekleşmekte ve böylelikle işlem ve şirket finansal bilgilerine ulaşım anlık sağlanmaktadır.

Etkinleşen internet sistemi ile sadece ABD değil tüm borsalarda geceleri de likit bir piyasa oluşabilecektir. İşlem gününün uzatılması planları ise, özellikle para piyasası yöneticilerini tedirgin etmektedir. Öte yandan, ileri bilgisayar teknoloji kullanımı ile beklenen faydalar dijital bilgi ve veri kayıt ve veri aktarımında düşünülmektedir. Yapay zeka kullanımıyla da, işlemcilerin daha kısa sürede çok farklı piyasalar üzerinde karar vermeleri kolaylaşabilecektir.

Özellikle borsalar arasında hızlanan rekabet, borsaları ittifak ve işbirliği anlaşmalarına ve bunun da ötesinde birleşmelere yöneltmektedir.

Güncelliğini yitirmeyen ve üzerinde en çok tartışılan konulardan biri de,

piyasa yapıcılığı sisteminin uygulamasıdır. Sistemin uygulandığı İngiltere ve ABD örneklerinin yanısıra uygulanmadığı bir çok Avrupa Borsası'nda uygulanma olasılıkları değerlendirilmektedir. Özellikle İngiltere ve ABD'de borsa işlemleri piyasa yapıcılığı sistemine dayandığından global piyasalar entegrasyonunda ortak işlem sistemlerinin oluşması gerekli olacaktır.

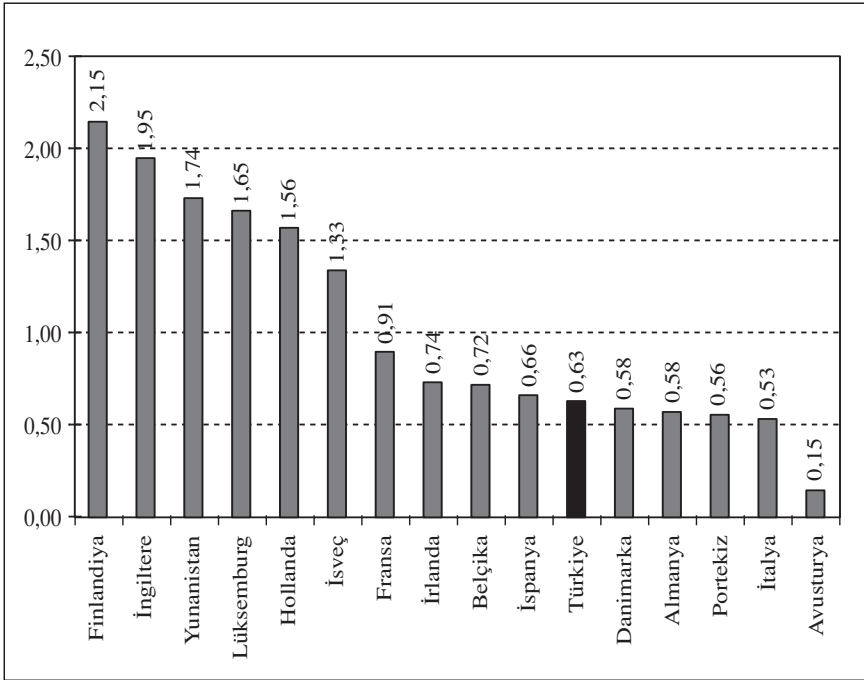
Bu kritik gelişmeler bağlamında AB sermaye piyasası entegrasyonundaki gelişim süreci yeni bir boyuta gelmiştir.

- AB yatırımcılarının portföylerinde oldukça düşük paylarda yabancı yatırım bulunmaktadır;
- Sermaye piyasalarının entegrasyon seviyesi tam gerçekleşmediğinden piyasa dalgalanmalarındaki muhtemel şokları giderebilecek şekilde tüketimi yumuşatıcı özelliğe sahip değildir;
- Ancak, geçen süreç içerisinde üye ülkelerin sabit getirili enstrümanlar ile hisse senetleri alım satım işlemlerinde kısıtlamaların kaldırılma başarısı gösterilmesi ve tek para biriminin hayata geçirilmesiyle birlikte Birlik içerisinde kurumsal yatırımcıların portföy kompozisyonlarını uluslararası boyutta genişletme alanı sağlanmaktadır;
- Menkul kıymet ihraççıları da bu yeni gelişme trendinden yararlanmakta olup;
- Euro üzerine uluslararası tahvil ihraçlarının hacmi ABD Doları bazlı olanlara eşit seviyeye gelmiş durumdadır;
- Avrupa Para Birliği çeşitli düzenleme kısıtlarını ortadan kaldırıp; özellikle finansal hizmetler alanında tek bir piyasa oluşumunu, takas mekanizmasının gelişimi ve son olarak Finansal Hizmetler Aksiyon Planının gerçekleştirilebilmesi için yapısal değişimleri olumlu şekilde etkilemektedir;
- Yatırımcı davranışları da bu çerçevede bir değişim göstermektedir. Düşük faiz oranları, tek para birimi de dahil istikrarlı bir ekonomik ortamın oluşturduğu güven içerisinde, Avrupalı yatırımcıların risk üstlenme istekleri de giderek artmaktadır. Avrupa şirket tahvil piyasasının ortalama kredi derecesi "AAA" dereceli ihraçların piyasaya gelmeye başlamasıyla birlikte düşme eğilimine girmiştir. Bu da şirketlerin finans sağlama imkanlarının geliştiğine işaret etmektedir.
- Tüm bahsi geçen değişimlere karşılık AB finansal alanı içerisinde şeffaflığın artırılması başta olmak üzere denetim, kural ve uygulamalarının yeniden gözden geçirilmek suretiyle etkinlik sağlanması Aksiyon planının başarısı açısından önemlilik arz etmektedir.

4.1. Borsaların Ekonomide Büyüklüğü

Piyasaların teknik gelişimine gösterge olmak üzere piyasa karakteristikleri incelendiğinde, piyasa kapitalizasyonunun GSMH'ya oranının yüksek olduğu ülkelerin ekonomik açıdan da gelişmiş olduğu belirlenmektedir. AB içinde en gelişmiş borsaya sahip olan İngiltere'de ise bu oran %195 seviyesindedir. GSYİH'nın üzerinde bir piyasa değerine sahip diğer borsalar Finlandiya, Yunanistan, Lüksemburg, Hollanda ve İsveç'tir. Türkiye, bu kritere göre karşılaştırıldığında orta sıralarda yer almaktadır.

Grafik 3: AB Borsalarının Ekonomi İçindeki Payı (1999)



Kaynak: FIBV 2000, OECD.

Açıklama: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla rakamları 1999 yılı itibarıyla OECD'den alınmıştır. Borsaların ekonomideki önemi-ne bakmak üzere 1999 yılı piyasa kapitalizasyonları GSYİH'ya oranlanmıştır.

Sermaye piyasasının ekonomik işlevini fonlama açısından ortaya koymak üzere ilk ve ek arzlar yoluyla piyasadan işletme kesimine aktarılan fon büyüklüğü gözönünde bulundurulduğunda; Türk sermaye piyasalarının daha ileri düzeylere gelmesi gerekmektedir.

Tablo 21: İlk ve İkincil Halka Arzlar (Toplam İhraçlar, milyon Euro)

Ülke	1998	1999	% Değişim
Avusturya	3195.1	644.6	-79.8
Almanya	7843.8	20816.4	165.4
Belçika	1484.7	2462.6	65.9
Danimarka	830.7	2468.6	197.2
Finlandiya	877.7	3017.5	243.8
Fransa	17829.0	26610.1	49.3
Hollanda	16688.7	35361.1	111.9
İngiltere	19688.4	15548.6	-21.0
İrlanda	2269.5	1194.3	-47.4
İspanya	na	10095.8	na
İsveç	1832.5	798.1	-56.4
İtalya	5142.8	10218.1	98.7
Lüksemburg	538.2	3332.7	519.2
Portekiz	609.5	3109.0	410.1
AB Ortalaması*	80494.3	127784.6	58.7
AB Ortalaması	—	137880.4	—

Kaynak: International Federation of European Stock Exchanges, 2000.

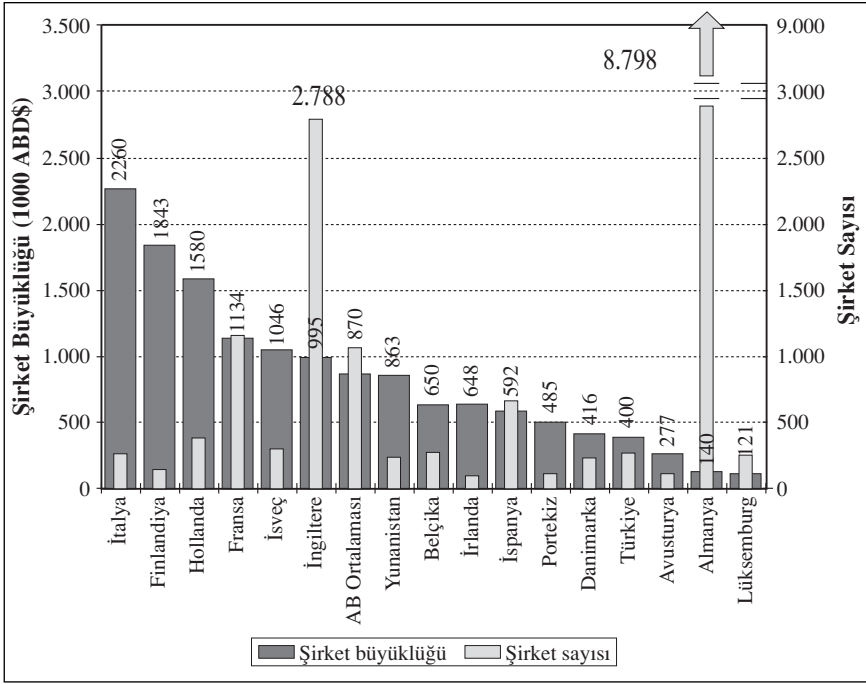
*: İspanya hariç.

4.2. Hisse Senetleri İşlem Gören Şirket Sayısı ve Büyüklükleri

Sermaye piyasalarının arz yönünün incelenmesi itibarıyla; AB borsalarında ortalama bazda 1058 şirket işlem görürken, İMKB'de 298 şirketin hissesi işlem görmektedir. Bununla birlikte; AB ortalamasının yüksekliği büyük ölçüde Almanya ve İngiltere borsalarında işlem gören şirket sayısının fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Özellikle Almanya'da 1999 yılında şirket sayısı bir önceki yıla göre %150 oranında artarak 8798'e yükselmiştir. İMKB'de işlem gören şirket sayısı AB üyesi 15 ülkenin 9'undan daha fazladır. AB borsalarının 6'sında ise işlem gören şirket sayısı azalmıştır. Şirket sayısındaki değişim incelendiğinde, Almanya'dan sonra 1990-1999 döneminde en büyük artış İMKB'de gerçekleşmiştir. Şirket sayısının yanı sıra, ortalama şirket büyüklüklerini karşılaştırmak da yararlıdır. Borsa'da

işlem gören şirket sayısının hızla arttığı Almanya'da ortalama şirket büyüklüğü %75 oranında azalmıştır. Almanya'da özellikle 1999 yılında işlem görmeye başlayan şirketlerin daha küçük ölçekli şirketler olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

Grafik 4: Şirket Sayısı ve Ortalama Büyüklük



İMKB, işlem gören şirket sayısı açısından AB ülkelerinden çok farklı olmamakla birlikte ortalama şirket büyüklüğü açısından sadece Almanya ve Lüksemburg'dan daha büyüktür. Şirket sayısı açısından ilk sırada yer alan Almanya ise, ortalama şirket büyüklüğü açısından ise son sıradadır.

Şirket büyüklüklerine göre değerlendirmede, Almanya'nın özellikle 1999 yılında küçük ölçekli şirketleri teşvikinin etkisi, İtalya'da büyük ölçekli kamu şirketlerinin halka açılmak suretiyle özelleştirilmeleri, İngiltere ve Hollanda'da ise, şirket ölçeklerinde istikrarlı büyümesi dikkati çeker. Hızla gelişen piyasalar Türkiye ve Yunanistan ile ayrıca Finlandiya'da global krizin ardından hisse senetlerindeki fiyatların yükselmesiyle piyasa değerlerinde artış gerçekleşmiştir.

Tablo 22: Ortalama Şirket Büyüklüğü (1000 ABD\$)

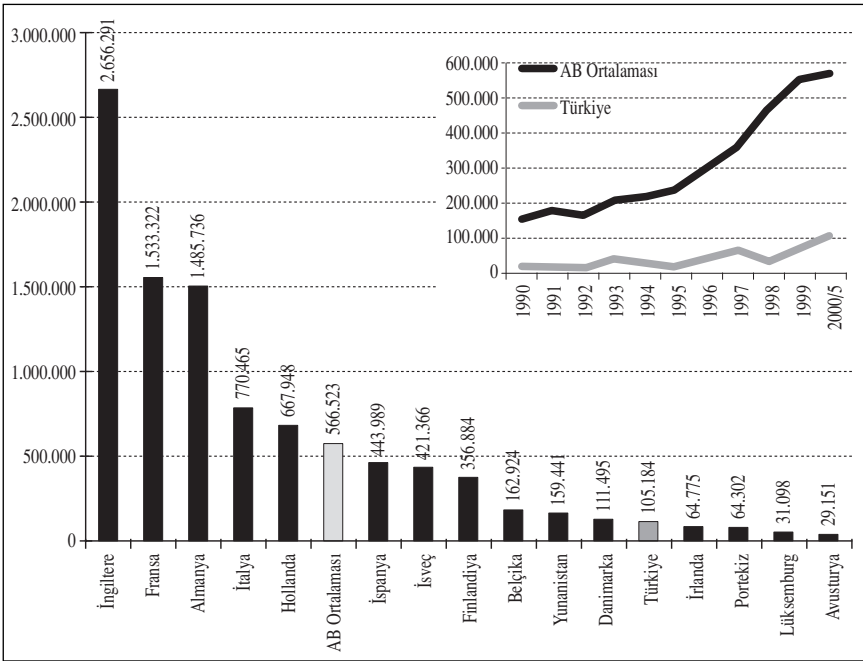
Ülke	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	99-90 % Değişim
Almanya	549,2	315,7	275,5	355,2	340,3	356,0	337,3	306,1	310,3	139,7	-75
Avusturya	174,3	172,4	135,5	182,7	201,3	219,7	236,8	270,1	279,5	277,3	59
Belçika	191,9	206,1	191,9	257,3	286,2	364,7	442,8	524,3	916,6	649,5	238
Danimarka	137,5	165,3	137,6	162,1	194,4	228,9	285,4	376,6	389,3	415,9	202
Finlandiya	295,1	219,0	196,9	406,8	589,3	604,6	881,4	581,9	1181,9	1842,7	524
Fransa	387,7	347,6	346,8	487,7	490,3	553,1	658,8	731,9	903,8	1134,0	193
Hollanda	240,6	330,1	270,9	378,9	481,8	663,5	1054,4	1358,3	1694,3	1579,6	556
İngiltere	332,2	383,4	380,5	477,0	474,0	538,2	626,2	794,4	979,3	995,2	200
İrlanda						290,3	403,9	484,0	665,9	648,1	123
İspanya	259,8	292,0	244,7	313,6	327,0	412,3	667,7	748,3	830,9	591,8	128
İsveç	697,1	764,2	380,9	521,8	572,8	773,8	1049,7	1014,2	1009,8	1046,3	50
İtalya	676,2	594,8	479,3	561,0	715,3	824,9	1034,7	1442,1	2344,6	2259,7	234
Lüksemburg	14,3	51,7	53,9	89,0	104,8	107,6	116,6	119,3	138,3	121,0	747
Portekiz					83,3	108,6	154,8	263,2	466,3	484,6	482
Yunanistan	109,3	85,6	68,7	93,8	74,1	88,9	117,8	160,9	349,9	863,2	689
Türkiye	173,3	115,7	67,3	228,8	122,8	101,3	132,9	235,9	121,0	399,6	131
AB Ortalaması	312,7	302,2	243,3	329,8	352,5	409,0	537,9	611,7	830,7	869,9	178

Kaynak: FIBV 2000.

4.3. Piyasa Toplam Değerleri

Borsalarda işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerine göre, İngiltere hisse senetleri piyasası en büyüktür. En küçük borsalar ise Lüksemburg ve Avusturya borsalarıdır. Piyasa değerinde 1999-90 yılları arasında en büyük oranlı artış Finlandiya ve Yunanistan borsalarında gerçekleşmiştir. Bu borsalarda, söz konusu dönemde işlem gören şirket sayısında fazla artış olmadığı dikkate alınır, piyasa değerindeki artış büyük oranda fiyatlar da meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır.

Grafik 5: Piyasa Değeri Karşılaştırması (milyon ABD\$, 2000/5)



Kaynak: FIBV, 2000/5.

İMKB'nin 1999 sonu piyasa değeri AB ortalamasının %12'si kadardır. İMKB'de piyasa değerinin düşük olması piyasanın AB borsaları ile karşılaştırıldığında derinliğinin az olduğunun bir göstergesidir. ISO-500'de yer alan sanayi kuruluşlarından yalnızca 126'sı İMKB'de işlem görmektedir. Diğer şirketlerinde halka açılmaları ve İMKB'de işlem görmeleri piyasa derinliğinin artmasını sağlayacaktır. Bunun yanı sıra, KOBİ'lerin sermaye piyasasından daha fazla yararlanmalarının da, İMKB'nin piyasa değerini artırıcı etkiye bulunması beklenmektedir.

Tablo 23: Piyasa Değeri (milyon ABD\$)

Ülke	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000/5
AB Ort.	175.791	158.599	202.690	215.800	238.060	293.959	357.696	472.998	547.136	566.523
Almanya	392.470	346.891	460.754	499.278	577.365	664.913	825.233	1.093.962	1.229.512	1.485.736
Avusturya	26.040	21.680	28.322	30.792	32.513	33.629	37.280	35.779	31.336	29.151
Belçika	71.114	64.089	78.207	84.422	101.752	119.124	138.938	245.657	178.613	162.924
Danimarka	44.793	30.140	41.651	48.784	57.692	71.074	93.766	98.881	101.488	111.495
Finlandiya	14.237	12.205	23.595	38.308	44.137	62.579	73.322	154.833	276.408	356.884
Fransa	373.357	349.608	455.485	452.050	499.990	586.963	676.311	991.484	1.304.093	1.533.322
Hollanda	135.983	134.931	182.629	224.501	286.651	375.357	468.631	603.182	617.620	667.948
İngiltere	986.107	928.393	1.150.557	1.145.290	1.346.641	1.642.582	1.996.225	2.372.738	2.774.531	2.656.291
İrlanda	—	—	—	—	25.836	34.738	49.371	66.593	66.753	64.775
İspanya	127.297	98.847	118.869	123.616	150.914	241.028	290.355	402.163	389.433	443.989
İsviç	97.055	78.079	106.968	130.603	172.550	240.382	264.711	278.708	318.086	421.366
İtalya	158.811	123.659	145.300	185.971	209.522	256.595	344.665	569.732	610.106	770.465
Lüksemburg	11.276	11.921	19.314	28.518	30.443	32.411	33.892	38.182	30.852	31.098
Portekiz	9.613	9.213	12.417	16.249	18.362	24.452	38.954	62.954	61.540	64.302
Türkiye	15.508	9.756	36.613	21.605	20.772	30.312	61.095	33.646	112.276	105.184
Yunanistan	12.921	10.724	13.597	12.819	16.527	23.558	33.784	80.126	216.675	159.441

Kaynak: FIBV, 2000.

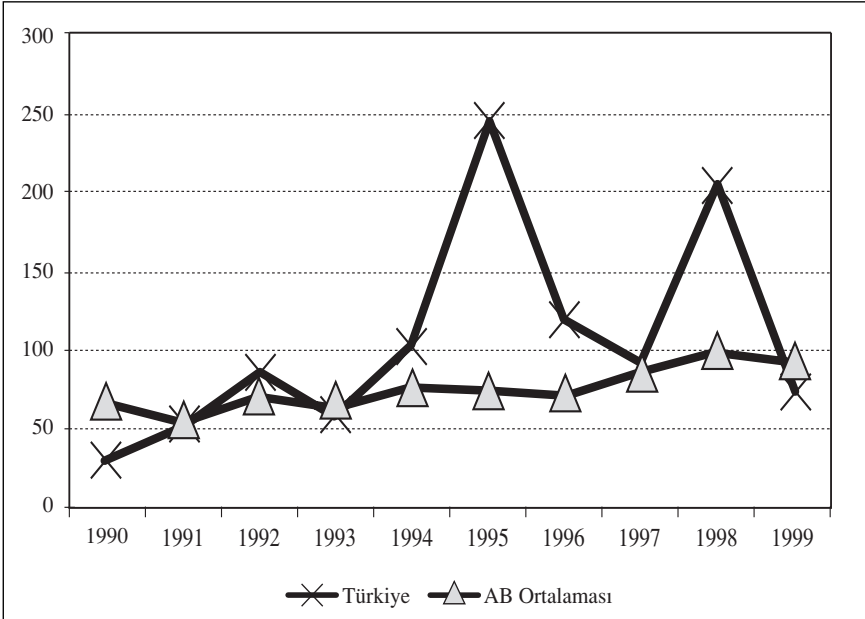
4.4. İşlem Hacmi ve İşlem Görme Oranları

Londra Borsası gerek piyasa değeri gerekse işlem hacmi açısından AB içinde en gelişmiş borsadır. 1990-1999 yılları arasında işlem hacmi 9 katın üzerinde artan İMKB’de 1999 yılı itibariyle işlem hacmi 6 AB ülke piyasasından yüksek gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, AB içindeki gelişmiş piyasalara göre işlem hacmi düşük seviyelerdedir. 1999 yılında işlem hacminde en büyük artış Yunanistan’da gerçekleşmiştir (%4357).

Piyasa likiditesini daha iyi gösterge olmak üzere işlem görme oranları belirlenmiştir. İMKB’nin işlem görme oranı, AB ortalaması ve AB içindeki piyasaların bir çoğundan daha yüksektir. İMKB, piyasa derinliği açısından yeterince gelişmiş olmamakla birlikte likit bir piyasa görünümündedir.

Endeks değişimleri açısından incelendiğinde getiri açısından AB’de en iyi performans gösteren, Helsinki Borsası’dır. 1990-1999 döneminde İMKB endeksi %25.9’luk getiriyle tüm AB borsalarından daha yüksek performans göstermiştir. En düşük performans gösteren borsa ise Viyana borsasıdır. İncelenen dönemde Viyana Borsası Endeksi’nin en yüksek değeri 1990 yılındaki 502 değeridir.

Grafik 6: AB Ortalaması ile İMKB İşlem Görme Oranları



Kaynak: FIBV, 2000.

Tablo 24: İşlem Hacmi (milyon ABD\$)

Ülke	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	99-90 % Değişim
Almanya	508.707	404.649	454.206	563.962	592.104	593.936	811.626	1.067.688	1.491.796	1.376.087	171
Avusturya	11.223	7.233	5.155	7.297	8.742	13.357	10.692	12.724	18.677	11.838	5
Belçika	9.110	8.226	9.754	13.961	16.113	18.343	25.415	33.867	60.928	53.696	489
Danimarka	11.349	10.499	22.435	23.675	27.405	28.336	36.440	46.732	64.954	57.460	406
Finlandiya	3.975	1.553	2.182	7.859	13.298	19.207	21.961	36.252	61.117	92.168	2.219
Fransa	121.064	116.649	124.879	170.362	202.070	213.161	282.014	414.321	587.854	692.043	472
Hollanda	40.823	38.916	45.728	66.368	85.263	124.324	191.102	279.688	409.520	425.966	943
İngiltere	543.393	553.922	662.991	865.907	1.029.278	1.153.221	1.413.236	1.989.489	2.887.990	3.122.027	475
İrlanda	—	—	—	—	—	—	11.794	17.301	39.865	44.646	279
İspanya	35.953	35.338	34.564	42.468	54.860	54.029	79.913	138.737	-	667.702	1.757
İsveç	15.738	20.568	28.650	42.746	86.087	94.210	136.741	175.822	229.961	277.917	1.666
İtalya	42.172	23.448	27.660	66.040	119.389	87.118	102.568	203.280	486.507	475.073	1.027
Lüksemburg	108	236	292	1.101	1.031	487	786	1.048	1.673	1.266	1.072
Portekiz	—	—	—	2.439	5.177	4.241	7.245	20.808	47.713	35.684	1.363
Yunanistan	3.840	2.401	1.612	2.779	5.187	6.077	8.234	21.137	50.020	171.167	4.357
Türkiye	5.870	8.277	8.346	21.126	21.667	50.889	36.233	56.088	68.485	62.575	966
AB Ortalaması	103.650	94.126	109.239	134.069	160.429	172.146	209.318	297.260	459.898	500.316	383

Kaynak: FIBV, 2000.

Tablo 25: Endeksler

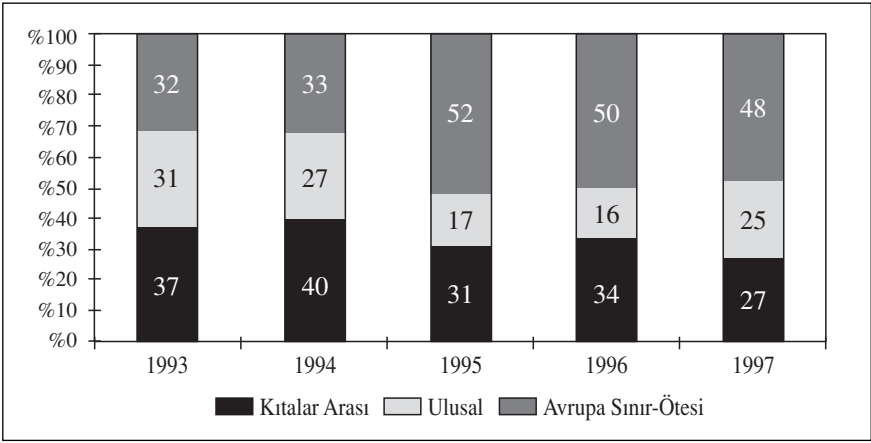
Ülke	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000/5	99-90 % Değişim
Almanya	1.398	1.578	1.545	2.267	2.107	2.254	2.889	4.250	5.002	4.299	5.468	207
Avusturya	502	419	348	270	430	387	429	487	464	472	475	-6
Belçika	4.964	5.481	5.568	7.543	7.249	8.402	10.521	14.329	20.556	8.449	7.839	70
Danimarka	315	353	262	367	349	366	472	676	638	745	883	137
Finlandiya	1.000	782	829	1.582	1.847	1.704	2.496	3.302	5.565	11.269	15.833	1.027
Fransa	1.000	1.126	1.140	1.512	1.251	1.233	1.562	1.945	2.500	3.396	4.047	240
Hollanda	168	191	198	281	278	322	437	619	735	1.155	1.271	586
İngiltere	2.144	2.493	2.847	3.418	3.066	3.689	4.119	5.136	5.883	6.597	6.359	208
İrlanda	1.202	1.380	1.227	1.889	1.851	2.232	2.726	4.054	4.996	4.871	4.916	305
İspanya	223	246	214	323	285	320	445	633	868	958	984	329
İsveç	865	912	912	1.388	1.451	1.716	2.371	2.936	3.235	4.627	5.998	435
İtalya	8.007	7.830	6.916	9.500	9.813	9.138	10.332	16.341	23.035	24.194	30.535	202
Lüksemburg	2.566	2.713	2.551	5.208	4.301	4.325	5.623	7.009	7.593	8.867	—	246
Portekiz	638	624	554	849	920	878	1.164	1.923	2.427	2.460	2.809	285
Yunanistan	932	810	672	877	869	914	934	1.480	2.738	5.712	4.608	513
Türkiye	33	44	40	207	273	400	976	3.451	2.598	8.459	16.206	25.883

Kaynak: FIBV, 2000, Monthly Statistics May.
Not: Endeksler yerel para birimleri bazındadır.

4.5. Birleşme ve Devralmalar

AB bünyesinde İç Pazar'da 1997-98 döneminde sınır ötesi yatırımlar çerçevesinde yabancı doğrudan yatırımlar başta olmak üzere birleşme ve ele geçirme faaliyetlerinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Söz konusu faaliyetlerin yanı sıra diğer hizmetler sektörlerindeki paralel gelişimlerde İç Pazar entegrasyonu iyi yönde etkilemektedir.

Grafik 7: AB'de Birleşme ve Devralmalar



Kaynak: European Commission.

Tablo 26: AB'de Birleşme ve Devralmaların Dağılımı

	Sayı	% Değişim	Bölgesel Dağılım				Toplam
			Ulusal	Birlik İçi	Uluslararası AB-hedef	Uluslararası AB-alıcı	
1987	2.775		71,6	9,6	4,4	14,5	100
1988	4.242	52,9	65,9	13,5	4,3	16,2	100
1989	6.945	63,7	63,2	19,1	7,6	10,1	100
1990	7.003	0,8	60,7	21,5	7,9	9,9	100
1991	6.607	-5,7	66,4	17,9	7,8	7,9	100
1992	6.005	-9,1	65,0	16,6	10,0	8,4	100
1993	5.740	-4,4	63,4	15,9	10,8	9,8	100
1994	6.334	10,3	62,9	15,1	12,2	9,8	100
1995	6.810	7,5	59,5	16,5	11,5	12,5	100
1996	6.327	-7,1	55,7	17,4	13,0	13,9	100
1997	7.097	12,2	52,3	17,4	16,0	14,2	100
1998	7.600	7,1	50,1	16,5	17,1	16,3	100

Kaynak: European Economy, Şubat 1999.

Özellikle AB içerisindeki yabancı yatırımların birleşmeler ve ele geçirme faaliyetleri 1997 ve 1998 sürecinde iki kat artış kaydedilmiştir. Bu artış hiç kuşkusuz firmaların özellikle Avrupa Para Sisteminin AB entegrasyonunu ivmeleyici etkisiyle yeniden şekillenen AB pazarında büyüme stratejileriyle rekabet edebilme ve yeni potansiyel yatırım fırsatlarını yakalama hedefinin bir sonucudur. Birlik içi ve dışındaki ticaret hacminin 1993 yılından itibaren yükseliş trendinde olması AB entegrasyon sürecini daha da hızlandırmaktadır. Ticaret ve yatırımlardaki açıklık seviyesi ABD ve Japonya'ya eşit veya daha yüksektir (OECD, 1999).

Tablo 27: AB Borsaları ve İMKB Piyasa Karakteristikleri Karşılaştırması

Konu	AB	Türkiye
Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi (1999)	En yüksek : İngiltere: 3,12 trilyon ABD\$ En düşük : Lüksemburg: 1,2 milyar ABD\$ AB Ortalaması: 500 milyar ABD\$ En yüksek artış : Yunanistan %4.357 En düşük artış : Avusturya %5 AB Ortalaması %artış (1990-99) : %383	62,6 milyar ABD\$ 1990-99 arası artış: %966
Hisse Senetleri Piyasası Kapitalizasyonu (1999 sonu)	En yüksek : İngiltere: 2,77 trilyon ABD\$ En düşük : Lüksemburg: 30,8 milyar ABD\$ AB Ortalaması: 547 milyar ABD\$ En yüksek artış : Yunanistan %1315 En düşük artış : Avusturya %19 AB Ortalaması % Artış (1990-99): %252	64,6 milyar ABD\$ 1990-99 arası artış: %239
Hisse Senetleri Piyasası İşlem Görme Oranı	En yüksek : İspanya : %171,5 En düşük : Lüksemburg : %4,1 Ortalama : %91,4	1998: %203 1999: %96,8
Yerel Para Bazında Endeks Getirileri (1991-1999)	Ortalama(%) St. Sapma Hollanda 25,2 19,7 İngiltere 13,7 10,0 İrlanda 18,6 22,2 İspanya 19,7 23,5 İsveç 21,7 18,8 İtalya 15,2 24,4 Lüksemburg 18,5 35,3 Portekiz 18,8 27,1 Yunanistan 28,8 45,3	Ortalama(%) St. Sapma 124,4 148
Şirket Sayısı	AB Ortalaması: 1.058 Almanya: 8.798 İngiltere: 2.788 Fransa: 1.150	1990-99 arası artış %96 %1.250 %9 %43
Şirket sayısı	281	1990-99 dönemi artışı %155
Ortalama Şirket Büyüklüğü	AB Ortalaması: 869,9 (bin ABD\$) 1990-99 Dönemi Artış: %178	230 (bin ABD\$) Artış: %33
Pazar Çeşitliliği	Vadeli işlemlerde dahil olmak üzere hisse senedi, kamu ve özel borçlanma araçları piyasaları, teknoloji şirketlerine yönelik pazarlar mevcut bulunmaktadır.	Türkiye'de bazı pazarların oluşmaması rekabet gücünü zayıflatmaktadır. Vadeli işlem ve opsiyon piyasaları, warrant piyasasının

		olmayışının yanısıra, özel sektör tahvil ve bono piyasası yok denecek düzeydedir.
İşlem Maliyetleri (Komisyon Oranları)	Üye ülke borsalarında ortak asgari uygulanan bir oran yoktur. Genelde serbestçe kararlaştırılmaktadır. Avusturya: Herhangi bir yasal sınırlama yoktur.Uygulamada % 0.75-1.25 arasında değişmektedir. Belçika: %0.07-0.17 arasında değişmektedir. Danimarka: Serbestçe kararlaştırılıyor. % 0.025-0.15 arasında. Finlandiya: Serbestçe kararlaştırılıyor. Fransa: Serbestçe kararlaştırılıyor. Yunanistan: Serbestçe kararlaştırılıyor. İrlanda: Serbestçe kararlaştırılıyor. İtalya: Serbestçe kararlaştırılıyor. Lüksemburg: Serbestçe kararlaştırılıyor. Hollanda: Serbestçe kararlaştırılıyor. Portekiz: Sabit bir oran uygulanıyor.% 0.03-0.2 arasında değişiyor. İsveç : Serbestçe kararlaştırılıyor. % 0.30-0.45 arasında değişiyor. İngiltere: Serbestçe kararlaştırılıyor.	%0,2 ile %1 arasında değişebilmektedir. SPK tarafından, 2000 yılında serbest bırakılacağı duyurulmuştur.
Şirket Finansman Kaynakları	Kıta Avrupa'sı şirketlerinin %75'i finansmanını bankacılık sisteminden, %25'i sermaye piyasalarından karşılamaktadır. Hollanda bankacılık sistemine başvuran şirketlerin oranı %50, Fransa, İtalya ve Almanya'da %70, İspanya'da %80'dir.	Sermaye piyasası olanaklarından yararlanan şirket sayısı oldukça yetersizdir. Özellikle uzun vadeli sermaye piyasası borçlanma araçları ile fonlama yok denecek kadar azdır.
Euro'nun Sermaye Piyasasına Etkisi	* Ocak 1999 tarihinden itibaren hisse senetleri ihraçları Euro üzerinden kote edilmektedir. * Euro'ya geçen ülkelerde çapraz kur riskine karşı işlem yapma zorunluğu ve dolayısıyla ilgili riskten korunma enstrümanlarına ilişkin talep ortadan kalktığından, yeni finansal enstrümanların yaygınlaşması söz konusudur. * Avrupa'lı yatırımcıların, yatırımlarını sektörler ve ülkeler arasında daha iyi dağıtımaları ihtiyacı artmaktadır.	• 1999 Ocak ayı başından itibaren İMKB-100 endeksi "Euro" cinsinden hesaplanmaya ve yatırımcılara duyurulmaya başlanmıştır. • Tamamen elektronik ortamda menkul kıymet alım satım işlemlerinin yapıldığı piyasalara sahip İMKB, uluslararası borsa

	<ul style="list-style-type: none"> • Avrupa finansal hizmetler sektöründeki yeniden yapılanmayı ivmelemekte; sınır ötesi rekabeti artırma yönünde temel engellerden birisi olan döviz farklılıkları ve ondan kaynaklanan riskleri ortadan kaldırmaktadır. Kıta Avrupası bankacılık sektörü hisse senedi getirileri hala ABD'ninkilerinin oldukça altındadır. Artan sınır ötesi rekabetle birlikte konsolidasyon ve yeniden yapılanma sürecini hızlandırmıştır. • Fiyat şeffaflığının yanı sıra birleşme ve devralma faaliyetlerini kamçulamakta; Avrupa alanında ürün konsolidasyonu ile emeklilik reformunun gerçekleşmesi için uygun ortam oluşturmaktadır. • Avrupa Birliği bünyesinde Euro kriterlerine uyum, sabit getirili araçların getirilerinde düşüş getirmiştir. Almanya'da 4 yılda getiriler % 7.7'den 4.9'a, İtalya'da 10.9'dan 5.3'e inmiştir. • Euro ile getirilerin daha da düşecek olması, fonların sermaye piyasasına akmasına sebep olabilecektir • Hisse senetleri için riske göre getiri fırsatlarını artırıcı • Hisse senedi piyasalarındaki likiditeyi artırıcı • Avrupa endüstrilerinin yeniden yapılanması, rasyonelasyonu ve konsolidasyon sürecini hızlandırıcı • Varlık fiyatlarının değerlemesinde devamlılığı artırıcı etkileri söz konusudur. 	<p>kimliğini giderek artırmaktadır.</p> <p>* Avrupa ile iş yapan firmalar ve bankalar euro bazlı finansal planlama yapmakta ve bu doğrultuda muhasebe sistemlerinde euro ön plana çıkmaktadır.</p>
Hisse Senetleri Piyasasında Fiyat Marjı	<p>Almanya, Danimarka, Hollanda, İngiltere, Fransa ve Yunanistan'da belirlenmiş bir limit yok, ancak gerekli olduğunda ilgili otorite geçici marj uygulayabilir.</p> <p>Viyana borsasında %15, Brüksel ve Lüksemburg Borsasında %5, Helsinki Borsasında %15, Madrid Borsasında % 10.</p>	%10.
Seans Saati ve Süresi	<p>Frankfurt 08:30-17:00</p> <p>Viyana 08:00-15:00</p> <p>Brüksel 10:00-16:30</p> <p>Kopenhag 09:00-17:00</p>	10:00-12:00 ve 14:00-16:00

	<p>Paris 10:00-17:00 Londra 09:00-16:30 Milano 10:00-17:00 Lüksemburg 10:00-13:00 ; 14:00-15:15 Madrid 10.00-17:00 Amsterdam 09:30-16:30 Helsinki 10:30-17:30 Yunanistan 10:45-13:30</p>	
AB'nde Borsa Birleşmeleri Etkileri	<ul style="list-style-type: none"> • Amsterdam, Brüksel ve Paris Borsaları Eylül 2000'e kadar Euronext adı ile birleşeceklerdir. • Paris'te blue chip şirketler, Amsterdam'da vadeli işlemler, Brüksel'de küçük ve orta ölçekli şirket hisse senetleri işlem görecektir. • Hisse senetlerinin işlem göreceği sistem Paris Borsası'nın NSC işletim sistemidir. • Takas ve Saklama Clearnet tarafından yürütülecektir. • Lüksemburg, Milan, Madrid, Zürih Borsalarının katılmaları gündemdedir. • Londra Borsası ile Frankfurt Borsası ise "IX" adı ile birleşme çalışmalarını sürdürmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> • İMKB halen FEAS kurucu üyesi olup, Başkanlığını yürütmektedir. • Londra Borsası ile bilgi değişimi ve işbirliği protokolü bulunmaktadır.
AB'nde Takas Kuruluşlarının Birleşmesi	<ul style="list-style-type: none"> • Euroclear ve Sicovam 2001 yılı başlarına kadar tam olarak birleşeceklerdir. • Haziran 2000'de nihai anlaşma imzalanacaktır. • Euroclear, Paris Borsası'nın iştiraki durumunda ki Clearnet'in % 20'sine ortak olacak ve yönetim kurulunda temsil edilecektir. • Sicovam, Euroclear'in iştiraki durumuna gelecektir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Takas ve saklama hizmetleri Takasbank tarafından yürütülmektedir. Diğer takas kurumları ile işbirliği bulunmaktadır.

V. Genel Değerlendirme

Avrupa Birliği'nin entegrasyon sürecine Türkiye'nin tüm alanlarda yasal ve teknik uyum çalışmalarını dinamik nitelikte belirleyerek öncelikle AB finansal piyasalarına ilişkin genel değerlendirmeler sorunlar ve beklentiler aşağıda sıralanmıştır. İkinci alt başlıkta ise, AB finansal gelişmeleri ve beklentileri doğrultusunda Türkiye sermaye piyasalarında mevcut durum ve gereklilikler belirlenmektedir.

5.1. AB Finansal Piyasalarında Uyum

1999 yılı sonu itibarıyla Avrupa Birliği yeni genişleme sürecine girmiştir. 2000'li yıllarda yeni üyeliklerle birlikte ekonomik, parasal ve hatta siyasi alanlı bir entegrasyonu tamamlamak istemektedir. Özellikle ekonomik ve parasal birliğin sağlanmasında iyi bir mesafe kateden AB'nin gündeminde mevcut düzenlemelerinde sağlanacak değişikliklerin yanı sıra, aday ülkelerin yasal yapılarının da AB ile uyumunun tamamlanması gerekecektir.

5.1.1. Finansal Hizmetler Faaliyet Planı

- Avrupa Birliği finans sektöründe tek pazar oluşumu 1999 yılında 5 yıllık bir faaliyet planı (action plan) hazırlamıştır. Bu plan finans sektörünü toptan işlemler pazarı, perakende işlemler pazarı ve denetim olarak 3 stratejik başlık altında toplamış ve her başlıkta tarih de belirleyerek yapılacak işleri bir takvime bağlamıştır. Finansal Hizmetler Faaliyet Planı, Euro'nun gelişimi, globalleşme, teknolojik ilerlemeden kaynaklanan değişimlere karşı alınacak çeşitli tedbirleri içermektedir.
- Finansal Hizmetler Faaliyet Planı'nda (FHFP), alınacak tedbirler konusunda üç önceliğe yer verilmektedir.
 - Birinci Öncelikli Faaliyetler: Bu faaliyetler; euronun faydalarının tam olarak gerçekleşmesi, tüketici çıkarlarını korurken Birliğin finansal hizmetler sektörünün daha rekabetçi bir yapıya kavuşturulmasına ilişkindir.
 - İkinci Öncelikli Faaliyetler: Bu öncelikle, özellikle mevcut düzenlemelerin düzeltilmesi ya da yeni gelişmelere mevcut yapıyı uyumlaştırılarak Tek Finansal Hizmetler Piyasası'nın işlemlerini sağlamaya yöneliktir.
 - Üçüncü Öncelikli Faaliyetler: Bu faaliyetler euroya geçiş aşamasının sonlarında uyumlu bir politika oluşturmak konusunda yapılacak işlerin belirlenmesinde açık ve genel bir kabulün oluşturulmasına yöneliktir.

5.1.2. Yatırım Hizmetleri

- Faaliyet Planı'ndaki tedbirlerden biri, Mayıs 1993'te kabul edilen Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin yenileştirilerek tek Avrupa Toptan Satışlar Pazarı'nın oluşturulmasıdır. Amaç, menkul kıymetler alanında Avrupa sermaye piyasalarının entegrasyonunu hızlandırmaktır. Banka olmayan diğer finansal kurumlara Avrupa çapında, acentalar bazında, emir toplama ve gerçekleştirme, dealing işlemleri, portföy yönetimi vb. faaliyetlerde bulunma imkanı getirilebilecektir. Esasında bu imkan bankalara 1989 yılında kabul edilen Bankalar İkinci Direktifi'yle büyük ölçüde sağlanmıştır. Bu değişikliklerle bankacılık temel faaliyeti dışında olan, yatırım danışmanlığı, şirket birleşme ve devralmalara ilişkin danışmanlık, saklama işlemleri, menkul kıymet yönetimi ve döviz işlemleri gibi faaliyetlerin yetkili diğer yatırım kurumları tarafından da gerçekleştirilmektedir.
- Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin pratik sonuçlarından en güncel olanı elektronik bazlı işlemlerin düzenlenmesidir. Elektronik bazlı işlemlere yönelik yoğun çalışmalar ve düzenlemeler gözlenmektedir. Ancak, Direktif'in 15. Maddesi 4. fıkrası "uzaktan üyeliği büyük ölçüde ev sahibi üye ülke yetkisine" bırakmakta olup; bu husus bir anlamda kısıtlama olarak da değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, uzaktan üyeliğin asgari şartlarının da belirlenmesi amaçlanmalıdır.
- Yatırım Hizmetleri Direktifi kapsamında muafiyet uygulamaları halen üye ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Örneğin Avusturya'da sigorta şirketlerine, merkez bankalarına ve kolektif yatırım ortaklıklarına Direktif kapsamında muafiyetler tanınmıştır. Düzenli piyasalara üyelik ve giriş bakımından İspanya, Yunanistan ve Portekiz'e tanınmış olan geçiş sürecinin 1999 yılında tamamlanmasını takiben ek bir süre tanınmasına gerek görülmemiştir. Yine üye ülkeler itibarıyla oldukça esnek olan yetki tanımlamaları çerçevesinde, muafiyet koşulları çerçevesinde "düzenli piyasa" tanımının netleştirilmesi gerekmektedir.
- Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin şeffaflık rejimine ilişkin olarak düzeltilmesi yönünde müzakereler devam etmektedir.

5.1.3. Sermaye Yeterliliği

- Avrupa sermaye piyasalarında sermaye yeterliliği kriter ve standartlarında yeksenaklık sağlanması, üye ülkelerdeki finansal hizmet sunumlarında özellikle aracılık hizmetlerinde bulunan kuruluş-

lar açısından rekabet eşitliğini esas almaktadır.

- Şirketlerin devamlılığı ve istikrarlı büyümelerinde reel mal ve hizmet üretiminin yanında; finansal ürünlerin kalitesi ve finansal yönetim ve planlama etkili olmaktadır. Böylece, bir yandan finansal ürünlere ilişkin serbest işlemler gerçekleştirilirken, diğer taraftan tüketicinin de yeterli düzeyde korunması amacıyla ihraççı kurumların oluşturulan düzenlemelere uyması gereklidir.
- Birlik içerisinde üye ülkeler arasındaki temel anlaşmazlık genelde Almanya ile İngiltere arasında yaşanmaktadır. Buradaki anlaşmazlık konusu, Almanya'daki bankaların sermaye yeterliliğine ilişkin düzenleyici kuralların daha muhafazakar belirlemesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, Almanya'da ikincil derece borçlar zorunlu sermayenin tanımı içerisinde yer almamaktadır. Diğer taraftan, İngiltere'de düzenleyici kurumlar tarafından (a) yatırım firmaları için sermaye gereksinmesini asgari düzeye indirecek gelişmiş risk yönetimi tekniklerinin kabul edilmesi ve (b) kısa dönemli ikincil derecedeki borçların zorunlu sermaye olarak aktif kullanımı söz konusudur.
- Direktif'te yatırım şirketleri için detaylı sermaye yeterliliği kuralları kabul edildiği takdirde, Almanya, universal bankacılık yapan Alman bankalarının menkul kıymet işlemlerinde rekabet kabiliyetinin olumsuz yönde etkileneceği endişesini taşımaktadır. Aynı şekilde İngiltere de, Almanya'nın tercih ettiği yönde muhafazakar banka-tipi düzenlemeler getirilirse, İngiltere'de bulunan yatırım firmalarının Avrupa orijinli olmayan rakiplerine karşı dezavantajlı duruma düşeceğinden ve bu durumun yabancı yatırım firmalarının Londra'dan kaçmasına yol açacağından kaygılanmaktaydı. Ancak, Direktif'in amacının genişletilmesi suretiyle bu kaygı giderilmiştir.
- Gerek bankaların, gerekse yatırım firmalarının "menkul kıymet işlem defterlerini" diğer kayıtlarından ayrı tutmaları ve bu işlem defterleri için menkul kıymet işlemlerine uygun tolerans seviyesinde sermaye yeterliliği kuralları uygulanması kabul edilmiştir. Böylece, universal bankacılık ile banka-dışı yatırım firmaları arasında ortak bir saha yaratılmış olmaktadır.
- Direktif'in piyasa riskine ilişkin kurallarının da geliştirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, "risk ağırlıklarının" da, zaman içerisinde elde edilen tecrübe ışığında yeniden düzenlenmesi planlanmaktadır.
- Kısa dönemde SYD rejiminin eksikliklerinin giderilmesi konusun-

da öngörülenler arasında:

- i- Konsolide gözetim yapılması yoluyla, bankacılık ve sermaye piyasalarına daha fazla şeffaflık getirilmelidir. Bu bağlamda, bankaların aracı kuruluşlarla ne şekilde konsolide edileceği açık bir şekilde belirtilmeli;
- ii- Likiditesi düşük ya da yüksek hisse senetlerine ilişkin farklı ulusal politikalar, sınır ötesi yatırım kararlarını ve/veya AB finansal merkezlerinin başka merkezler karşısındaki konumunu olumsuz etkilemektedir. Ulusal uygulamaların zaman içerisinde birbirine yaklaşması beklense dahi, rekabette eşitliği sağlamak adına, en kısa sürede hisse senetlerinin likiditesine ilişkin AB ölçeğinde geçerli olacak kriterler belirlemekte fayda görülmektedir.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde, Türkiye'nin finans sektöründeki sermaye yeterliliğinin oluşumu da bu kapsamda AB ile paralellik sağlayacak şekilde Türkiye için de geçerlilik oluşturacaktır.

5.1.4. Kollektif Yatırım Ortaklıkları

- Kollektif yatırım ortaklıkları katılım belgelerine (UCITs) ilişkin Direktif öneri tasarısı (European Report No 2373) ile gündeme gelen hususların başında, "likit varlık ve para piyasası araçlarının tanımları ve kapsamı" gelmektedir. İngiltere ve İsveç yeni bir tanımlamayı gerekli görmemekte, Almanya ise daha ayrıntılı olmasını istemektedir. Öte yandan, bir UCIT'in portföy kısıtlamaları çerçevesinde diğer UCIT'lere ve türev ürünlere yatırım oranlarında tam yeknesaklık sağlanamamıştır.

5.1.5. Parasal Birlik

- Parasal Birliğe geçişe ilişkin kriterlerin yerine getirilmesi, üye ülkeler açısından bir takım riskleri de beraberinde getirmektedir. En belirgin risk; bir ekonomik kriz anında üye ülke hükümetlerinin ulusal mali araçları kullanabilme özgürlüğünü geçmişte olduğu gibi kullanamayacaklarıdır. Kur ayarlama esnekliğini kaybetme ve bütçe açığı kontrolünde vergi ve benzeri fiskal araçları kullanma gücünün ortadan kalkması; üye ülkelerin mali kayıplara uğraması ve ekonomik sorunlara karşı önlem alma yetki alanının sınırlanması demektir. Bu nedenle herhangi bir kriz ortamının doğmasını önlemek için tüm üyelerin belirlenen kriterleri sürekli olarak sağlamaları gerekmektedir.

- Maastricht Andlaşması'nda, üye ülkelerin Parasal Birliğe ilişkin hak ve yükümlülüklerinin çerçevesi çizilmesine rağmen, üyeler arasındaki döviz ilişkilerinin özel karakteristiklerini belirleyici somut öngörülere yer verilmemektedir. Genel amaçlar çerçevesinde, üye ülkeler arasındaki döviz kuru uygulamalarında uyum sağlanması ve yeknesaklık oluşturulması piyasaların geleceği ve istikrarı açısından önem taşımaktadır. Bu ilişkilerde Parasal Birliğe girmeyecek ülkelerin, diğer ülkelerle birlikte yakınlaşma sürecine teşvik edilmesi ve döviz kurlarındaki istikrar ile Tek Pazar'ın etkin ve düzgün işleyişinin güvence altına alınması arzulanmaktadır.
- Euro'nun yürürlüğe girmesi ile birlikte Tek Avrupa Sermaye Piyasası'na doğru gidiş önemli bir ivme kazanmıştır. Euro bölgesinde tek para birliğinin oluşturulması ve Avrupa Merkez Bankası tarafından ortak bir para politikasının uygulanması Avrupa çapında para piyasalarında tek bir piyasanın oluşumunu ivmelemede ve beraberinde Avrupa Sermaye Piyasası'nın yeniden şekillenmesine etkide bulunmaktadır.

5.1.6. Vergi Uygulamaları

- Üye ülkelerde vergi uygulamalarında yaşanan temel sorun, çifte vergilendirme yükünün oluşmasıdır. Özellikle sermaye piyasaları alanında üye ülkelerin menkul kıymet işlemlerindeki farklı vergi uygulamaları, sınır ötesi portföy yatırımlarında düşük vergi oranı uygulayan ülkelere rekabet avantajı sağlamaktadır. Dolayısıyla, hükümetler başlıca gelir kaynağı olan vergilendirme güçlerini kaybetmek istememektedirler. AB içerisinde yüksek vergi oranlarından kaçınma ve düzgün rekabet koşullarının oluşturulması yönünde asgari vergi oranlarının uygulanması, ekonomik ve parasal birliğin geleceği açısından önemlidir.
- Temettü veya faiz gelirleri gibi kaynakta kesinti ile vergilendirilen yabancı kaynaklı gelirlerin tekrar vergilendirilmesi, ülke içerisinde uygulanan mahsup sistemi ile önlenmeye çalışılmaktadır. Ancak, dar mükelleflerin faiz gelirlerinden stopaj vergisi alınmaması durumlarında ve yabancı vergi dairelerine bilgi verme zorunluluklarının olmaması gibi uygulamalar vergi kaçaklarının artmasında etkili olmaktadır.
- Fransa, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya gibi üye ülkeler 1990 yılı öncesinde vergi kayıplarını önlemede, sermaye transferlerini kısıtlayıcı tedbirler uyguluyorlardı . Ancak, AB finan-

sal entegrasyonu içerisinde sermaye hareketlerinde tam liberalizasyon sağlanmasıyla birlikte, AB’de vergi mükelleflerinin belirlenmesi ve vergi dairelerine yapılan tüm finansal işlemlerin bildirilmesi gerekliliği tüm üye ülkeler tarafından benimsenmiştir.

- Finansal yatırım gelirleri üzerinden alınan stopaj vergilerinin üye ülkeler arasında farklılaşması; Birlik’teki sermaye dağılımını, faiz oranlarını, portföy bileşimini ve ikametgah esasının uygulanmadığı durumlardaki diğer vergi gelirlerini etkilemektedir. Öte yandan, temettü gelirin kısımla faiz gelirlerine getirilen daha düşük oranlı stopaj kesintisi, sermaye ihracı yoluyla vergi kaçırmalara ve ekonomik riskin AB içerisinde dengesiz dağılımına sebep olmaktadır. Özellikle AB’nde yerleşik kişilerin finansal yatırımlardan elde ettiği faiz ve temettü gelirlerinden asgari %15 stopaj uygulamasında uyum çabalarına rağmen, üye ülke uygulamalarında % 10- % 60 arasında değişim uygulaması ve hatta Lüksemburg ve İsveç gibi ülkelerin söz konusu gelirlerden vergi almaması öngörülen uyumu güçleştirmektedir.

5.2. Türkiye’nin Uyumu

Türkiye’nin adaylık statüsünün AB tarafından kabülü ile hızlanan tam üyelik süreci, diğer konuların yanı sıra Türk sermaye piyasalarının AB finansal piyasalarına uyumunu da kapsamaktadır. Özellikle AB’de tek para sistemine geçişin beraberinde getirdiği rekabet ortamı bütün finansal kuruluşların faaliyetlerini etkilemekte, yeni oluşumlara karşı hazırlıklı olmayı gerektirmektedir. Bu kapsamda aşağıdaki hususlar önem taşımaktadır:

- Yeniden şekillenen yeni AB sermaye piyasalarında borsa birleşmeleri artık somut bir takvime bağlanarak gerçekleşmeye başlamıştır. Euronext ve İX ile ilk defa farklı ülkelerden borsaların biraraya gelip birleşme kararı almaları birleşme sürecinin ilk örneklerini oluşturmaktadır. Birlik üyesi olma niteliğinin etkisiyle, ulusal kimliklerin önemini kaybetmesinin bir yansıması sermaye piyasalarında da kendisini göstermektedir. Borsalar bir bloğa dahil olarak gelişimlerini sürdürmeye gayret etmektedir. İMKB’nin stratejisine uygun olarak, AB sermaye piyasalarındaki borsalar arasındaki söz konusu oluşumların içinde aktif olarak yer alması, piyasalar arası entegrasyonu hızlandıracağı gibi, AB’ye olan tam üyelik sürecine ilişkin hazırlığı da çift taraflı olarak etkileyecektir.
- Artan rekabet baskısı, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımı nedeniyle küçük ve orta ölçekli borsaların faaliyetlerinin etkinliği-

ni oldukça güçleştirmiştir. Örneğin Euronext'in kurulmasından önce Brüksel Borsası'nın, büyük şirketlerini birleşme ve ele geçirmeler yoluyla kaybettiği gözlenmiştir. Bu nedenle, İMKB'nin rekabet gücünü, karşılaştırmalı üstünlüklerinin geliştirilmesi yönünde artırma çalışmalarını hızlandırarak sürdürmesi önem taşımaktadır. FEAS yapılanmasına paralel olarak FEAS bünyesinde nisbeten homojen yapıdaki borsalarla ikili ilişkilerin daha ileri düzeylere götürülmesine devam edilmelidir.

- Borsaların yeniden Avrupa sermaye piyasalarındaki öncelikli pozisyonları nedeniyle Frankfurt, Paris, Londra Borsaları ile birlikte Türk şirketlerinin menkul kıymetlerinin işlem gördüğü borsalarla olan işbirliği düzeyleri sınır ötesi üyelik, takas, ihraçlar, ortak kotasyon imkanları gibi çeşitli alanlarda yükseltilmelidir. Yeniden yapılanmaları ve kar amaçlı şirketlere dönüşmeleri oldukça hız kazanmıştır. Son olarak Londra, Oslo, Avustralya Borsaları kar merkezli ticaret şirketine dönüşme halindedirler. Bu dönüşümlerin nedenleri arasında kar amaçlı yapının borsaların rekabet gücünü artırması ve uluslararası gelişmelere karşı daha hızlı hareket etme imkanı sağlaması yer almaktadır.
- Avrupa sermaye piyasalarında son yıllarda global gelişmelere paralel olarak TMT (teknoloji, medya, telekomünikasyon) hisselerine yoğun bir talep gözlenmektedir. Bu talep yüksekliği nedeniyle borsalar teknoloji şirketlerine yönelik olarak yeni piyasalar oluşturmaya devam etmektedirler. Son olarak Madrid borsası da bu amaçla "Neavo Mercado" adıyla özel bir pazar kurduğunu duyurmuştur. İMKB bünyesinde TMT hisse senetlerinin işlem göreceği bir pazar niteliğinde Yeni Ekonomi Pazarı oluşturulmuştur.
- AB'de yatırım hizmetleri Direktifinin güncelleştirilerek, aracı kurumların piyasaya girişleri ile uzaktan üyeliğe ilişkin engellerin kaldırılması düşünülmektedir. Bu amaçla sermaye piyasamızda uzaktan üyelik ve sınır ötesi menkul kıymet işlemlerinde ödeme güvenliği, teminat kullanımı, yatırımcıların korunması, bilgi akışının temini hususlarına ilişkin düzenlemeler yapılmalıdır. Ancak, AB'de ilgili düzenlemenin halen yeterince esnek olması nedeniyle ilk aşamada uzaktan üyeliğe ilişkin uyumda ciddi bir sorunla karşılaşılacaktır.
- Kurumsal yatırımcı tabanının güçlendirilmesi amacıyla, özel emeklilik fonlarının piyasaya etkin katılımı yakın bir zaman içerisinde sağlanabilecektir. AB'nde özel emeklilik fonları kurumsal yatırımcı nitelikleri ile sermaye piyasasına önemli miktarda fon arz etmektedirler.

- Türkiye’de sosyal güvenlik kurumlarının mevcut durumda hisse senedine yatırımları sınırlandırıldığından piyasaya etkileri çok düşük seviyededir. Bununla birlikte, özel emeklilik fonlarının kurulması halinde; fon portföylerinde hisse senetlerine asgari oranda pay ayrılması ile sermaye piyasalarının kurumsallaşması hızlanacaktır.
- Tahvil ve Bono Piyasası’nda özel sektörün orta ve uzun vadeli borçlanma araçları ihracı ile finansman temini sağlanmalıdır. Aralık 1999 itibariyle sermaye piyasamızdaki toplam menkul kıymet stoku içinde özel sektör menkul kıymetlerinin payı %14’tür ve bu oranın içinde özel sektör tahvillerinin payı ise % 0.0001’dir. Özel sektörün tahvil ihraç edememesinin önemli sebepleri arasında sürekli enflasyon ortamında kamu borçlanma araçlarının dışlama etkisi yaratmasıdır. Ancak 2000 yılından başlayarak enflasyonu düşürmek amacıyla 3 yıllık bir program açıklanmıştır. Program özel sektör tahvil piyasasının gelişimi için uygun bir ortam oluşturabilir. İMKB’nin bu gelişimi destekleyici kotasyon koşulları da dahil düşük maliyetli tahvil ihraçları yapılmasına zemin hazırlaması gerektiği belirtilebilir.
- Halka açıklık oranları İMKB’de ödenmiş sermaye miktarına göre % 5 ile % 15 arasında olabilirken, AB’de bu oran % 25 seviyesindedir. Bu nedenle, gerek Borsanın derinliği ve gerekse AB’ne uyum açısından halka açıklık oranlarının yükseltilmesini destekleyici düzenlemeler getirilebilir. Ayrıca, halka açıklık tanımı gözden geçirilerek tüm halka açık şirket hisse senetlerinin Borsa’da işlem görmesi prensibine geçilmelidir.
- Uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak mali tabloların düzenlenmesi farklı ülke şirketlerinin birbirleriyle karşılaştırılmasında önem taşıdığından, AB tarafından üye ülkeler arasındaki muhasebe standartları farklılıklarının giderilmesi öncelikli strateji olarak benimsenmiştir. Türkiye açısından bakıldığında bazı muhasebe kurallarının, uluslararası muhasebe standartlarından farklılıklar taşıdığı görülmektedir. Enflasyon muhasebesi, leasing sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi, yapı sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi yöntemleri bunlardan bazılarıdır. Bu kapsamda SPKuru’lunun, sermaye piyasasına tabi şirketler açısından bazıları yukarıda belirtilen muhasebe kurallarının tamamının uluslararası muhasebe standartlarına göre belirlenmesi amacıyla düzenleme değişikliklerine gitmesi gerekmektedir.
- AB’nin stratejik amaçları arasında yer alan sınır ötesi işlemlerde karşı taraftan kaynaklanan takas riskini en aza indirme açısından takas kuralları yeniden düzenlenmektedir. Bu kapsamda, İMKB Ta-

kasbank tarafından sınır ötesi takas ve saklama işlemlerinde, karşı taraf durumundaki aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmeleri ve iflas etmeleri halinde, gerçekleşen alım satım işlemlerinin takasının güvenliğini garanti edecek düzenlemeleri gerçekleştirmesi gereklidir. AB'nde sınır ötesi takas işlemlerinde taraflarından birinin tasfiyesi durumunda, tasfiyeden önce takas işlemlerin tamamlanması ve işlem güvenliğinin sağlanması gereklidir.

- Türkiye'de "profesyonel (sofistike) ve profesyonel olmayan yatırımcı (bireysel) " tanımı ve ayrımı mevzuatta belirgin olarak yapılmamıştır. AB, bu iki yatırımcı tipi arasındaki ayrımın belirginleştirilmesini yatırımcıların korunması açısından birincil derecede önemli görmektedir. Bu nedenle, SPK Kurulu tarafından, sofistike ve bireysel yatırımcı tanımları ile aralarındaki farklılıklar ve uygulanacak hükümler konusunda düzenleme yapılması gerekmektedir.
- Avrupa Birliği sermaye piyasalarındaki gelişmeler ışığında, önümüzdeki yıllarda borsaların yeniden yapılanmaları ve entegrasyonları "elektronik" olacak ve "fiziki mekanlar" önemini giderek kaybedecektir. Elektronik alternatif işletim sistemleri hızlı bir şekilde borsaların rakibi durumuna gelmektedir. Bu nedenle seans saatlerinden sonra belirlenecek süreç içinde 24 saat borsada işlem yapabilmeye imkan verecek bir sisteme geçilmelidir.
- Hem reel sektörde hem de finans sektöründe birleşmeler ve devralmalar artacaktır. Rekabete dayanamayan teknik ve mali yönden zayıf finans kurumları sistem dışında kalacaklardır. Yabancı finans kurumları ile ortaklıkların gündeme gelmesi beklenmektedir. Ayrıca, AB'nde "lisans tekliği prensibi" gereğince, aracı kuruluşların rekabetçi yapıları güçlendirilmeli ve uzaktan serbest hizmet sunma kuralı belirli bir süreç içinde benimsenmelidir. Yatırım şirketlerinin etkin risk yönetimi ile mali yapılarını piyasadaki rekabet koşullarına daima hazır kılmaları için önem taşıyan sermaye yeterliliğinin ise yüksek seviyede belirlenmesi gerekmektedir.
- Yatırımcıyı korumada Yatırımcıları Koruma Fonu'ndan yapılacak azami tutar AB ile karşılaştırıldığında düşük kalmaktadır. AB'nde zarar görenlere ödenecek tutar birey başına 20.000 ECU'den az olmaz iken, bizde SPKANunu değişikliklerinin yürürlüğe girmesinden önce yetki belgeleri iptal edilen ve haklarında iflas davası açılan aracı kurumlardan olan alacaklar için bir tavan getirilmiştir, bu tutar 2000 yılı için 2 Milyar TL'dir ve bu tarihten sonra her yıl yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılabilecektir. SPKANunda yapı-

lan değişikliklerden sonraki zarar ödemelerinde ise herhangi bir tavan sınır getirilmemiştir. Hatta hesabında alacağını karşılamaya yetecek kadar ya da hiç hisse senedi bulunmayan saklama hesabı sahiplerinin nakit ve hisse senedi alacakları toplamının 7,5 milyar TL'sinin tasfiye sonucu beklenmeksizin ödenmesi esası getirilmiştir.

- Elektronik bazlı ticaretin önemi giderek artmaktadır. Ancak, bu işlemlerin güvenliğinin sağlanması da diğer bir önemli konudur. AB üyesi devletler bu amaçla elektronik imza konusunda ulusal düzenlemeleri yapmaya başlamışlardır. Türiye'de ise, elektronik imza konusu, 18.12.1999 tarihli RG'de yayınlanan 4487 sayılı yasa ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklik ile, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Söz konusu yetkiye dayanılarak konunun SPK Kurulu tarafından ele alınması ve düzenlenmesi gerekli olacaktır.
- AB'de istisnai olarak, yatırımcıların yanıltılmaması kaydıyla şirketlerin tahmini kar ve zarar tablolarının kamuya açıklanmasına izin verilirken, bizde bu imkan mevcut bulunmamaktadır. AB'nde ayrıca, bazı bilgilerin kamuya açıklanmasının kamu yararı ile çeliştiğine veya şirkete ciddi zararlar verileceğine yetkili otoriteler karar verirlerse, yatırımcıları yanıltmamak şartıyla, söz konusu bilgilerin kamuya açıklanmaması mümkün bulunmaktadır. Türkiye'de özel durumların kamuya açıklanması konusunda Seri:VIII, No. 20 sayılı SPK Kurulu Tebliği'nde bu konuda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Söz konusu tebliğe şirketlerin yıllık mali tablolarla birlikte bir sonraki dönem için öngördüğü kar ve zarar tahminlerini sebepleri ile birlikte açıklama yükümlülüğü getirilmesi mali tablolar açıklanmaya kadar oluşacak asılsız haberleri de ortadan kaldıracaktır.
- Avrupa Komisyonu, 1999 yılı sonlarında, uzaktan finansal hizmet pazarlanmasına ilişkin Direktifde değişiklik yaparak telefon, faks veya internet gibi elektronik araçlarla perakende finansal hizmet pazarlanmasında yatırımcılara yüksek düzeyde koruma sağlamayı amaçlamıştır. Türkiye'de ise, içeriği henüz doldurulmamış olmakla birlikte uzaktan finansal hizmet sağlanması konusunda yeni SPK Kanunu'nun 22/u Maddesi ile SPK Kurulu düzenleme ve denetleme yapmakla yetkili kılınmıştır. Kurulun bu yetkiye dayanarak uzaktan finansal hizmet pazarlanması faaliyetlerini bir tebliğle düzenlemesi gerekmektedir.
- İnternet şirketleri başta olmak üzere TMT hisselerine yönelen yo-

ğün talep, kredili işlemleri de büyük ölçüde artırdığından, Avrupa çapında düzenleyici ve denetleyici kuruluşların bu amaca yönelik çalışmalarında yoğunlaşma gözlenmektedir. Bu çalışmaları yapan kuruluşlarla işbirliği yapılması, genelde holdingler bünyesinde kurulan TMT şirketlerinin Borsa'da işlem görmesine hazırlık amacıyla yararlı görülmektedir.

- Şirket yönetim ilkeleri (corporate governance) konusunda ortak ilkelerin oluşturulması AB'nin son yıllarda önemle üzerinde durduğu bir konudur. Türkiye'de bu konuda özel bir düzenleme bulunmamaktadır. SPK Kurulu ve İMKB'nin halka açık şirketlerin önerilerini alarak sermaye piyasası mevzuatına tabi şirketler açısından yönetim ilke ve prensiplerinin çerçevesini belirlemesi gerekmektedir.
- Sermaye piyasasında grup şirketlerinin birbirleriyle ilişkilerinde "basiretli yönetim" prensibinin uygulanması ve grup şirketlerine yönelik denetimin etkinleştirilmesi AB'nin birincil öncelikleri arasında yer almaktadır. Türkiye'de, konsolide mali tablolar dışında grup şirketlerine ilişkin olarak özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Grup şirketleri arasındaki ilişkilerin sermaye piyasası açısından önemi dikkate alındığında, basiretli yönetim prensibi kapsamında, konunun SPK Kurulu tarafından özel bir tebliğle düzenlenmesi gereklidir.
- Halka ilk arzlarda, ihraççı şirketlere ilişkin değişikliklerde ve içeriden öğrenenlerin ticaretlerinin önlenmesi aşamalarında AB'nin standart ve uygulamalarına uygun olarak kamunun piyasalara olan güvenini sağlayıcı düzenlemeler Türkiye'de de hızla gerçekleştirilmekte ve yatırımcıların daha iyi bilgilendirilmesi ve aydınlatılmasına özen gösterilmektedir.
- SPK'nın Seri V. 34 Nolu Tebliğ ile aracı kurumların asgari sermayeleri ve faaliyetleri ve özellikle yüklendikleri pozisyonlara karşılık yükümlülüklerine ilişkin kriterleri belirlenmiştir. Sermaye yükümlülüklerine ilişkin Tebliğ düzenlemeleri, Avrupa Birliği'nin üye ülkelerde faaliyette bulunan tüm kredi kuruluşları ve yatırım şirketleri için getirdiği asgari standartlar dikkate alınarak yapılmıştır. 93/22/EEC Yatırım Hizmetleri Direktifi çerçevesini tamamlayıcı nitelikteki 93/6/EEC tarihli Sermaye Yeterliliği Direktifi ile başlangıç sermayesinin belirlenmesi, karşılaşılabilecek risklere karşılık güven ve kontrolün sağlanması amacı ile paralellik arz etmektedir.
- Aracı kurumlara ilişkin sermaye yeterliliği kriterleri ile, piyasanın denetimi ve aracı kurumların faaliyetleri sonucu doğabilecek zararların önlenmesi hedeflenmektedir. Buna göre, yeni kurulacak

aracı kurumlara 500 milyar TL asgari sermaye şartı getirilmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na üye aracı kurumlar için hisse senetleri piyasasında bir işlem yapma üst limiti getirilerek, taşıyabilecekleri müşteri emanetleri tutarı veya pozisyon kısıtlaması söz konusudur. Böylece, aracı kurumlar sermaye yapısı zayıflığı nedeniyle sermaye yapısına göre oldukça büyük riskleri üstlenmeleri önlenmek istenmektedir. YHD'ye benzer şekilde öz fon ya da benzeri bir özsermaye tanımlaması getirilmiştir. Buna göre, aracı kurumların yükümlülüklerini yerine getirme konusunda karşılaşılan riskleri tanımlanmakta ve bunlar seçilen çeşitli kriterlere göre belli bir kısıta bağlanmaktadır. AB Direktifi'ne göre hisse senedi portföyleri için özel risk karşılığında % 4 sermaye yeterliliği koşulu Türkiye'deki aracı kurumlar için de geçerlidir. Bir ortaklığın ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının portföyün toplam piyasa değerinin % 10'unu aşması halinde, %10'u aşan kısmın toplam piyasa değerinin %70'i dikkate alınır (yoğunlaşma riski).

- Faaliyet planında yer aldığı üzere, AB, 2002 yılına kadar bir menkul kıymetler komitesi kurarak bu alanda AB regülasyonlarının uyumlu hale getirilmesini amaçlamaktadır. Bu bağlamda, AB-Türkiye ilişkileri koordinasyonunda bir "menkul kıymetler alt komitesi" oluşturulması Türk sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerde AB'ye uyumu kolaylaştıracaktır.
- Manipülasyona ilişkin gözetim ve denetim faaliyetleri İMKB ve SPK tarafından yürütülmektedir. Yasal düzenleme açısından olmakla birlikte, yargısal işleyiş etkinliği açısından uyum gerekecektir. Piyasaların etkinleşmesiyle suni piyasa hareketleri etkin gözetim ve denetim faaliyetlerinin yanı sıra giderek azaltılabilecektir.
- Aracı kurumların ve branşlarının karşılıklı tanınması ve orijin ülke esaslarının uygulanması için çalışmalar başlatılmalıdır. Bu takdirde, AB üyesi ülkelerde sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan yatırım şirketlerine Türkiye'de de faaliyet izinleri söz konusu esaslar dahilinde verilecektir. Öte yandan, Türk aracı kurumları, AB sermaye piyasalarında aynı koşullarda işlem yapma hakkını edinebilecektir.
- 1998 yılı itibarıyla 13 AB üyesi ülkedeki (Yunanistan ve Lüksemburg hariç), emeklilik fonlarının toplam varlıklarının 2,9 trilyon ABD\$ olduğu gözönüne alındığında, Türkiye'nin sosyal güvenlik sistemi reformlarını en kısa sürede etkin kılması zarureti ortaya çıkmaktadır.

VI. AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette SPK, İMKB ve Aracı Kurumlar Açısından Öncelik ve Gereklilikler

Tablo 28: AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette SPK, İMKB ve Aracı Kurumlar Açısından Öncelik ve Gereklilikler

Konu	SPK	Uyum Derecesi	İMKB	Uyum Derecesi	Aracı Kurumlar	Uyum Derecesi
Halka Açılma	<p><u>Halka Açıklık Oranının Yükseltilmesi</u> AB'de asgari halka açıklık oranı %25'tir. AB'ye uyumda İMKB Ulusal Pazarda %15 olarak belirlenmiş halka açıklık oranı %25'e yükseltilebilir.</p> <p><u>Halka Açılmalara Vergi Teşviği</u> Halka açık şirketlerin Borsada işlem görmelerini teşvik edici koşullar oluşturmak, %10 stopaj indirimi gibi vergi avantajlarını halka açık ve Borsa'da işlem gören şirketlere özsü kılmak amacıyla Maliye Bakanlığı nezdinde girişimde bulunulabilir.</p>	Uyum Gerekliliği	İMKB		<p><u>Kurumsal Finansman Altyapısının Güçlendirilmesi</u> Daha fazla ortaklığın sermayeye piyasasında halka açılması sürecinde aracı kurumlar kurumsal finansman faaliyetleri yapılarını kuvvetlendirmelidirler.</p>	Rekabet açısından
Kotasyon			<p><u>Kotasyon Başvurularının Sonuçlandırılma Süresi</u> AB'de kotasyon başvurusunun azami sonuçlandırılma süresi 6 ay; İMKB'de 60 gündür. AB'ye uyumda zorluk bulunmamaktadır.</p>	Uyumlu		

	<p>Kota Almada Halka Açıklık Oranı: İMKB ulusal pazarda kotasyon için %15 olarak belirlenmiş halka açıklık oranı tam üyelik için hedeflenen tarih olan 2004 yılına kadar %25'e yükseltilebilir.</p> <p><u>Asgari Piyasa Değeri veya Sermaye Kriteri</u> AB'de asgari sermaye kriteri; piyasa değerine veya son bilançodaki "sermaye + yedekler+ kar (zarar)" tutarına göre tesbit edilebilir; İMKB'de ise ödenmiş sermaye kriteri esastır. Piyasa değeri kriteri seçimlik olarak getirilebilir.</p> <p><u>Tahvillerde Asgari İhraç Tutarı</u> AB'de borçlanma araçlarının kotasyonunda kural olarak ihraç tutarının 200.000 Euro'dan az olmaması aranmaktadır. İMKB'de "ihracın nominal tutarının Borsa Yönetim Kurulu'na belirlenen miktardan az olmaması gereklidir" çerçevesinde belirli bir miktar saptanmamıştır. Borçlanma araçlarının kotasyonu için belirlenecek miktarda AB düzenlemelerine uyum açısından 200.000 Euro asgari tutar benimsenebilir.</p> <p><u>Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahvil Kotasyonu</u> AB'de hisse senediyle değiştirilebilir tahviller; ilgili hisse senetlerinin aynı veya bir başka borsaya kote edilmiş olması halinde kotasyona kabul edilmektedir. İMKB'de Türk şirketleri için benzer hüküm benimsenebilir.</p> <p><u>Kotasyon ve İşlem Görme</u> AB'de kotasyon ve işlem görme aynı zamanda gerçekleşirken, İMKB'de kote olmak ve işlem görmek ayrı olduğundan,</p>		
Uyum Gerekli			
Uyum Gerekli			
Uyum Gerekli			
Uyum Gerekli			

			<p>borsaların borsa şirketlerine hizmet etme fonksiyonu gereğince, söz konusu farklılık giderilmelidir.</p> <p>Ek Arzlarda Kotasyon Süresi AB'de ek arzlarda kotasyon başvurusunun, ihraçtan veya hisse senetlerinin serbest alım satımına konu olmasından itibaren en geç 1 yıl içinde yapılması gereklidir. İMKB'de ise bu süre 15 gündür. AB ile karşılaştırılınca, söz konusu sürenin sınır ötesi işlemlerde kısa olduğu belirtilebilir.</p>	Uyum Gereкли		
<p>Kamuyu Aydınlatma</p>	<p>Özel Hallerin Kamuyu Açıklanması Şirketlerce yapılacak özel durum açıklamalarının ilerde AB'ye uyum çerçevesinde birden fazla borsanın olması durumu da dikkate alınarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetiminde ayrı bir tüzel kişilik tarafından yapılmasına ilişkin teknik yapılanmanın sağlanması</p> <p>Ticari Sır Tanımı Ticari sır tanımına açıklık getirilmesi</p> <p>İzahnamenin Geçerlilik Süresi AB'de izahnamenin bir üye ülkeye yayımlanmasından itibaren 12</p>	Uyum Gereкли	<p>Mevzuatın ve Kamuyu Aydınlatma Duyurularının İnternette İngilizce Yer Alması Borsa ilgili yönetmeliklerin ve kamuyu aydınlatma duyurularının AB'ye uyum yönünden Türkçenin yanı sıra İngilizce olarak İMKB'nin Web sitesinde yayımlanması</p> <p>Fon Kaynak Kullanım Tablolari Kotasyon formlarında son üç hesap dönemine ait fon kaymak ve kullanım tablolarına yer verilmelidir.</p> <p>Mutad olmayan İşlemler Yönetim, karar ve denetim organları üyelerinin ortaklıkla yaptıkları "mutad olmayan" işlemler (örneğin faaliyet konusu ile ilgili olmayan mal alım satımı, piyasa değerinin oldukça üzerinde varlık veya iştirak alım satımı vb) hakkında ayrıntılı bilgilere kotasyon formlarında yer verilmelidir.</p> <p>Son Yıllık Mali Tablonun 18 aylık olması AB'de kotasyon formu ile birlikte yayımlanacak son yıllık</p>	Uyum Gereкли	<p>İzahnamelerin İnternette Yayımlanması İlk halka arzlarında izahname ve diğer duyuruların ilgili aracı kurumların Web sitelerinde yatırımcıların bilgisine sunulması</p> <p>Etik Değerlerin Oluşumu Aracı Kuruluşlar Birliği</p>	Rekabet açısından

<p>ay geçmemişse, sadece tam İzahnamenin yayımlanmasından o tarihe kadar meydana gelen menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek değişiklik ve gelişmelerin yayımlanmasıyla yetimlenebilir. Benzer uygulamaya Türk sermaye piyasasında kabul edilebilir.</p> <p>Ara Mali Tablolara Yayımlanması</p> <p>Ara mali tabloların yayımlanma süresi AB'de 4 ay; İMKB'de 6 aylık dönemin bitiminden itibaren 6 hafta olduğundan uyum açısından bir sorun bulunmamaktadır.</p> <p>Şirketlerin Tahmini Kar ve Zarar Tabloları Açıklamaları</p> <p>Yatırımcıların yanılmaması kaydıyla şirketlerin tahmini kar ve zarar tablolarının kamuya açıklanmasına izin verilmesi için ilgili Tebliğlerde gerekli değişikliklerin yapılması</p>	<p>Uyumlu</p>	<p>mali tabloların ait olduğu hesap döneminin sonundan itibaren geçen sürenin 18 aydan fazla olmaması şarttır. İstisnai durumlarda bu sürenin uzatılması mümkündür. İMKB'de kotasyon kriteri olarak son yıl ve ilgili ara dönemin bağımsız denetimden geçmiş olması arandığından, sınır ötesi işlemlerde süre uzatılabilir.</p> <p>Kotasyon Formlarının Kamuya Duyurulması</p> <p>AB'de kotasyon formunun bütün ülke çapında yayımlanan gazeteler veya borsa, ihraççı, aracı kuruluş merkezlerinde belirlenmiş olarak dağıtım yoluyla yayımlanması esastır. İMKB'de kotasyon formları benzer şekilde yayımlanabilir.</p> <p>Geçen 3 ay içindeki İzahnamenin Kotasyon Formu olarak Kabulü</p> <p>AB'de menkul kıymetlerin kotasyon başvurusundan önceki 3 ay içinde herhangi bir üye ülke tarafından onaylanan izahnameye konu olması durumunda, tercihe yapılmak şartıyla kotasyon formu olarak tanınmaktadır. İMKB Yönetim Kurulu, halka arz izahnamesinin yayımlandığı tarihten itibaren 6 ay geçmemişse, bilgi formu düzenlenmemektedir, yayımlanmış izahname ile yetinilmesine karar verilebilir. Söz konusu 6 aylık süre AB'ye paralel olarak 3 aya indirilebilir.</p> <p>Proforma Mali Tabloların Hazırlanması</p> <p>Birleşme, devralma durumlarında kotasyon açısından AB'de yıllık mali tabloların düzenlenmemesi durumunda,</p>	<p>Uyum Gerekli</p> <p>Uyum Gerekli</p> <p>Uyum Gerekli</p> <p>Uyum Gerekli</p>	<p>tarafından yatırımcıların aydınlatılmasında etik değerler belirlenmelidir.</p>
--	---------------	--	---	---

	<p><u>İzahnamenin İnternette Yayınlanması</u> İzahnamelerin belli başlı gazetele- rin yanı sıra SPK'nun Web si- tesinde yatırımcıların bilgisine su- nulması</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>proformaların incelenmek üzere ihraççının merkezinde ve aracı kuruluşlar nezdinde halkın incelemesine açık tutulması gerekmektedir. Türkiye'de ise, birleşme veya devir sonrası bilanço ve gelir tablosunun birer örneği talep edilmekle beraber, proforma mali tablolar istenmemektedir. <u>Verilerin Eş Zamanlı Yayınlanması</u> Piyasada arzın artmasına bağlı olarak; yatırımcı sayısı, talep tutarı, işlem miktarı ve işlem tutarı artış gösterecektir. Bu durumda gerek işlem sistemi gerekse veriler Reuters'tan eş zamanlı yayınlanmalıdır.</p>	<p>Rekabet açısından</p>		
<p>Grup Şirketleri</p>	<p><u>Grup Şirketlerine İlişkin Tebliğ Hazırlanması</u> AB'de grup şirketlerinin birbirle- riyle ilişkilerinde basiretli yönetim prensibinin gözetilmesi ve grup şirketlerinin denetimi birincil ön- celik verilen konulardan birisidir. Türkiye'de konsolide mali tablolar dışında grup şirketlerinin ilişkileri- ni düzenleyen bir düzenleme bu- lunmadığından, bu konunun çka- rılacak bir Kurul Tebliği ile belir- ginleştirilmesi gereklidir.</p>	<p>Uyum Gerekli</p>				

Pazar Yapılanması		<p>Hisse Senetleri Piyasası Ulusal Pazar Büyük Şirketlerin Halka Açılmama Nedenlerinin Tespiti Ulusal Pazar: Şirket sayısını artırma yönünde İMKB'de işlem görmeyen ISO 500 kapsamındaki şirketlere yönelik aktif olarak halka açılma ve borsada işlem görmeye ilişkin faaliyetlerin sürdürülmesi ve söz konusu şirketlerin halka açılma nedenleri arasında yer alan yönetimi kaybetme, yoğun denetim ve bürokrasiye maruz kalma endişelerinin giderilmesi</p> <p>İkinci Ulusal Pazar KOBİ'lerin yatırım ortaklığı veya benzeri yapılanmalarla sermaye piyasasına açılabilmesi konusunda KOSGEB, TOSYÖV gibi kurumlara ortak çalışmaların sürdürülmesi ve sonuçlandırılması</p> <p>KOBİ-Net KOBİ-Net'teki 6000 şirkete sermaye piyasaları ve İMKB'ye ilişkin tanıtım faaliyetlerinin genişletilmesi</p> <p>Gözetli Pazarı Farklı Sembol Kullanımı Gözetli pazarın, katılımcılar üzerinde yarattığı genel psikolojik etkinin kalıcı olmaması için gözetimde bulunma niteliğini ifade eden bir sembolün kullanımı tercih edilebilir.</p> <p>Gözetliden Çıkış Gözetli pazarına alınan veya sembol ile gözetimde</p>	<p>Rekabet açısından</p> <p>Rekabet açısından</p> <p>Rekabet açısından</p> <p>Rekabet açısından</p> <p>Rekabet açısından</p>	<p>Aracı Kurumlarda Uzmanlaşma KOBİ'lere özgü uzmanlaşmış aracı kurum yapılımlarının oluşturulması</p>	Rekabet açısından
-------------------	--	--	--	--	-------------------

		Rekabet açısından	bulduğu belirtilen şirketlerin, gözetimden çıkmalarına ilişkin koşullar kamuyu aydınlatmaya ilişkin ayrıntılıklar ve mali yapı bozuklukları açısından belirtenmelidir. Uluslararası Pazar (UP) Uzaktan Üyelik İmkamı Verilmesi Uluslararası aracı kurumlara uzaktan üyelik ve işlem yapma imkanı getirilmesi Uluslararası İhraçların UP'ye Paralel Kotasyonu Özelleştirmeler çerçevesinde uluslararası ihraçların bir kısmının diğer yurt dışı piyasalarla birlikte uluslararası pazara kote ettirilmesi	Rekabet açısından	
		Rekabet açısından	Euro NM Benzeri Ortak İşlem Platformu FEAS üyeleri arasında Euro NM benzeri yapılanma ile "ortak bir işlem ortamı" tesis edilebilir ve uzaktan erişimli bir sistem geliştirilebilir.	Rekabet açısından	
		Rekabet açısından	İkincil Piyasaların OTC Yapılanması Birincil piyasaların Borsa'da olması koşuluyla ikincil piyasaların OTC şeklinde yapılmasına izin verilebilir.	Rekabet açısından	
		Rekabet açısından	Nitelikli Kurumsal Yatırımcı Tanımı Getirilmesi Birincil piyasa satışlarında nitelikli kurumsal yatırımcı tanımları getirilerek işlem yapmalarına imkan sağlanabilir. Tahvil ve Bono Piyasası Özel Sektör Tahvil ve Bonoları	Rekabet açısından	Sabit getirili menkul kıymetler piyasasının ürün çeşitliliği açısından etkin hale gelebilmesi; bu amaçla özellikle özel

Finansal Ürün Çeşitliliği	Potansiyel Finansal Ürünler Aşağıda sıralanan ürünler uygulamada geçerli hale gelebilir. Hisse senedine dayalı türev ürünler Faiz oranına dayalı türev ürünler Endekse dayalı futures ve opsiyon Özel sektör tahvil ve bonoları, Bu ürünleri teşvik amacıyla Kurul tebliğlerinin revize edilmesi gerekecektir.	Uyum Gerekli	sektör tahvil ve bonoları ihracının özendirilmesi Kamu ve Özel Sektör Borçlanma Araçları Arasında Pazar Farklılığı Özel sektör tahvillerinin nitelik ve garanti şartlarının kamu tarafından çıkarılmış tahvillerden farklılaşması itibarıyla aynı pazar oluşturulmasına yönelik kurallar belirlenmelidir. Finansal Ürünler Konusunda Ortak Çalışma Finansal ürünlerin teknik ve yasal alt yapısının hazırlanmasında Kurul ile ortak çalışma başlatılması	Rekabet açısından		
Uzaktan Üyelik	Sınır Ötesi İşlemlerde İşlem Güvenliği AB'de yatırım hizmetleri Direktifinin güncellenmesiyle, aracı kurumların piyasaya girişleri ile uzaktan üyeliğe ilişkin engeller kaldırılmaktadır. Türk sermaye piyasasında uzaktan üyeliğe ve sınır ötesi menkul	Uyum Gerekli	AB Aracı Kurumlarına İMKB'de İşlem Yapma İmkani AB üyesi ülke aracı kurumlarının İMKB'de üye sıfatıyla uzaktan işlem yapabilmeleri. Uzaktan Üyelerin Takas Yükümlülüklerinin Takasbank'la Ortak Düzenlenmesi Uzaktan üyeliğe kabul edilen aracı kurumların takas yükümlülüklerinin düzenlenmesi	Uyum Gerekli Uyum Gerekli	Aracı Kurumların Rekabet Düzeylerinin Yükseltilmesi Aracı kurumların uzaktan üyeliğe kabul edilecek yabancı aracı	Rekabet açısından

	<p>kiymet işlemlerinde ödeme güvenliği, teminat kullanımı, yatırımcıların korunması, bilgi akışının temini hususlarına ilişkin yeni düzenlemeler yapılmıştır.</p> <p>Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı</p> <p>Taslakta belirtilen, yurt dışında yerleşik aracı kuruluşlara sadece Türkiye dışında yerleşik müşterilere hizmet verme ve yurt içinde yapılan halka arzlarda sadece aracılık yüklenimi işleminde bulunabilme imkanının verilmesi, AB'deki tek lisans ve karşılıklılık esaslarına uygun olarak yeniden ele alınmalıdır.</p>	<p>Uyum Gerekli</p>	<p>İşlem Sisteminin Dizaynı</p> <p>Sınır ötesi emirler ve üyeliklerin tek ekran üzerinden gerçekleştirilebileceği şekilde dizayn edilmelidir.</p>	<p>Uyum Gerekli</p>	<p>kurumlarla rekabet edebilecek şekilde sermaye yeterliliği başta olmak üzere teknik, hizmet kalitesi, araştırma faaliyetleri, yatırımcı bilgilendirme düzeylerinin yükseltilmesi.</p>	<p>Rekabet açısından</p>
<p>Uzaktan Erişimli İşlem Sistemi</p>	<p>Elektronik İmza ve Elektronik Denetim</p> <p>Uzaktan işlemlerde elektronik imzanın hukuki geçerliliğinin yanı sıra, elektronik güvenlik ve denetim esasları yasal ve teknik düzeyli olarak belirlenmelidir.</p>	<p>Uyum Gerekli</p>			<p>Elektronik İşlemlerde Uzman Kadro</p> <p>Elektronik alım-satım sistemine yönelik olarak uzman kadronun yetiştirilmesi;</p>	

Piyasa Endeksleri			<p>Yeni Ürünler ve Endeksler Oluşturulacak yeni ürünlere ilişkin euro bazı endekslerin artması (türev ürün endeksleri gibi)</p> <p>Endeks Hesaplama AB’de endekse dâhil şirketlerin toplam piyasa değerleri baz alınmaktadır.</p> <p>İMKB endeks hesaplamalarında şirketlerin halka açık piyasa değerleri dikkate alınmaktadır.</p> <p>Endeks Değişim Süresi ve Kriterleri Endeksteeki değişimlerin üç ayda bir yerine endeksi etkileyebilecek durumlarda (Tüpraş örneği gibi) hemen revize edilebilmesi ve buna yönelik yeni kriter getirilmesi</p> <p>TMT Endeksi Oluşturulması TMT (Telekomünikasyon, Medya, Teknoloji) hisse senetleri için “TMT veya Teknoloji Endeksi”nin yayımlanmaya başlanması</p>	Uyum Gerekli Uyum Gerekli Rekabet açısından Rekabet açısından		
Hisse Senetleri Piyasası Seans Süreleri			<p>Seans Sürelerinin Uzatılması Borsaların yeniden yapılandırmaları ve entegrasyonları sonucunda, “fiziki mekanlar” önemini giderek kaybetmektedir. Elektronik alternatif işletim sistemleri hızlı bir şekilde borsaların rakibi durumuna gelmektedir. Bu nedenle 24 saat borsada işlem yapabilmeye imkan verecek bir sisteme geçilmelidir.</p>	Rekabet açısından		

<p>Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği</p>	<p>Bireysel Emeklilik Fonları Türkiye’de sosyal güvenlik kurumlarının mevcut durumda hisse senedine yatırımları sınırlandırıldığından piyasaya etkileri düşük seviyededir. Bununla birlikte, özel emeklilik fonlarının kurulması halinde; fon portföylerinde hisse senelerine asgari oranda pay ayrılması ile sermaye piyasalarının kurumsallaşması hızlanacaktır.</p>	<p>Basiretli Yönetim İlkesi Basiretli yönetim ilkesinin kabulü ve portföy sınırlamalarının tespit edilmesi</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Bireysel Emeklilik Fonlarının Arz Talebe Katkısı Bireysel emeklilik fonlarına işlerlik kazandırılması ile İMKB bünyesindeki tüm ürünlere portföy kısıtları çerçevesinde talep artacağından ve piyasa karakteristiktelerinden, likidite ve derinliğin artmasına paralel yeni ihraçlar özendirileceğinden arz talep dengesine önemli katkıda bulunacaktır.</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Uyum Gerekli</p>
<p>Gözetim ve Denetim</p>	<p>İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Tebliğ Çıkarılması İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin bir tebliğ çıkarılmalıdır.</p>	<p>Birinci ve İkinci Derecedekilerin Tanımı AB düzenlemeleri çerçevesinde, içeriden öğrenenler birinci ve ikinci derece olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Tam üyelikle birlikte AB ilgili Direktifinin benimsenmesi</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Çapraz Sorgu Modelleri İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yanı sıra manipülasyon işlemleri, işlem gören şirketlerin ve aracı kurumların faaliyetlerinin gözetim ve denetiminin İMKB tarafından etkinliği artırılmalıdır. Bu kapsamda elektronik ve matematiksel bazı potansiyel içerdekilerin kaydının bulunduğu listelerden çapraz sorgu modelleriyle gözetim etkinliğini artırma, işlem durdurma, dondurma ve kamuya duyurma sistemleri kullanılabilir.</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Uyum Gerekli</p>
<p>Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği</p>	<p>Bireysel Emeklilik Fonlarının Arz Talebe Katkısı Bireysel emeklilik fonlarına işlerlik kazandırılması ile İMKB bünyesindeki tüm ürünlere portföy kısıtları çerçevesinde talep artacağından ve piyasa karakteristiktelerinden, likidite ve derinliğin artmasına paralel yeni ihraçlar özendirileceğinden arz talep dengesine önemli katkıda bulunacaktır.</p>	<p>Kıdem Tazminatı Fonlarının Kullanımı Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ayrılmak zorunda olan kıdem tazminatı karşılıklarının belli bir oranda sermaye piyasasında değerlendirilme imkanının getirilmesi durumunda önemli bir fon piyasaya kazandırılmış olacaktır.</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Çapraz Sorgu Modelleri İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yanı sıra manipülasyon işlemleri, işlem gören şirketlerin ve aracı kurumların faaliyetlerinin gözetim ve denetiminin İMKB tarafından etkinliği artırılmalıdır. Bu kapsamda elektronik ve matematiksel bazı potansiyel içerdekilerin kaydının bulunduğu listelerden çapraz sorgu modelleriyle gözetim etkinliğini artırma, işlem durdurma, dondurma ve kamuya duyurma sistemleri kullanılabilir.</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Uyum Gerekli</p>

<p>ile düzenleme kapsamındaki “içeridekiler” gruplandırılabilir.</p> <p>Cezai Müeyyideler</p> <p>Cezai müeyyideler AB’de iç hukuk yetkisine bırakıldığından, asgari şartlara uymak koşuluyla Türkiye’deki mevcut düzenlemeler AB ile uyumludur. Ancak yargı organlarında ispat güçlükleri yaşanmaktadır. Bu amaçla birikmiş durumundaki akademisyenler ile hakimlerin uygulamalar konusunda bilgilendirilmesine yönelik eğitimler düzenlenebilir.</p> <p>Bildirim Yükümlülüğü</p> <p>“İçeridekiler” statüsündekilerin yaptıkları işlemlere ilişkin bildirim yükümlülüğü detaylı olarak düzenlenmelidir.</p> <p>İlk Arzlarda Ahm Yasağının Genişletilmesi</p> <p>İlk halka arzlarda Seri: VIII, No.22 Sayılı Tebliğ’deki alım yasağı, halka arza aracılık eden kurumların tüm çalışanlarını kapsama alınmalıdır.</p>	Uyumlu	<p>şekilde çalışmalıdır.</p> <p>Türev Piyasaların Gözetimi</p> <p>Türev piyasaların işlevlik kazanması durumunda, bu piyasalara özgü gözetim sistemleri geliştirilmelidir.</p>	Uyum Gerekli	
<p>Bildirim Yükümlülüğü</p> <p>“İçeridekiler” statüsündekilerin yaptıkları işlemlere ilişkin bildirim yükümlülüğü detaylı olarak düzenlenmelidir.</p> <p>İlk Arzlarda Ahm Yasağının Genişletilmesi</p> <p>İlk halka arzlarında Seri: VIII, No.22 Sayılı Tebliğ’deki alım yasağı, halka arza aracılık eden kurumların tüm çalışanlarını kapsama alınmalıdır.</p>	Uyum Gerekli			
<p>İlk Arzlarda Ahm Yasağının Genişletilmesi</p> <p>İlk halka arzlarında Seri: VIII, No.22 Sayılı Tebliğ’deki alım yasağı, halka arza aracılık eden kurumların tüm çalışanlarını kapsama alınmalıdır.</p>	Uyum Gerekli			

	<p><u>Hisse Senetlerini Geri Çağırma Şartlarının Düzenlenmesi</u> Hisse senetlerine yönelik manipülasyona karşı hisse senedinin değerini koruyucu şekilde ihraççı şirketin geri çağırma hakkının tanınmasına ilişkin düzenleme değişiklikleri yapılmıştır.</p> <p><u>Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemleri</u> Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemlerine uygulama etkinliği kazandırılmıştır. Açığa satışa konulan menkul kıymetin en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden işlem yapılmaktadır. Bu uygulama fiyatın düşüş trendine girmesini önlemeye yönelik olarak konulmakla birlikte, işlemin en son gerçekleştirilen fiyat seviyesinden olabildiği esas olarak kabul edilebilir.</p> <p>Her ne kadar, resmi ve organize bir şekilde ödünç menkul kıymet ve açığa satış işlemleri yapılmakla birlikte, aracı kuruluşlar</p>	<p>Uyum Gerekli</p> <p>Rekabet açısından</p>						
--	---	--	--	--	--	--	--	--

	<p>arasında virman ile ödünç menkul kıymet ve açığa satış işlemlerinde bulunabildikleri gözönüne alındığında; Kurul ve Borsa'nın, aracı kuruluşları resmi şekilde söz konusu işlemleri yapmaktan caydırıcı hususların yeniden gözden geçirilmesi yararlı olacaktır.</p>	Rekabet açısından	<p>Temerrüde Düşen Aracı Kurumlar ve Türev Piyasalarda İşlem Yapılarda Sermaye Yeterliliği Kriteri Temerrüde düşen aracı kurumlar açısından ve türev piyasalarının açılması durumunda, işletim sistemi çerçevesinde piyasa riskinin izlenmesi açısından Borsa üyelerinin asgari sermaye yeterlilikleri revize edilebilir.</p>	Uyum Gerekliliği	<p>Aracı Kurum İçeri Modeli Oluşturulması Aracı kurumlar bünyelerinde sermaye yeterliliklerini sürekli olarak izleyebilecekleri bir model kullanımına olanak sağlanabilir.</p>	Uyum Gerekliliği
<p>Sermaye Yeterliliği</p>	<p>İç Denetim Modelleri ve Risk İzleme Birimlerinin Etkinleştirilmesi Aracı kurumların sermaye yeterliliğine ilişkin faaliyetlere göre başlangıç sermaye tutan AB ile karşılaştırıldığında yeterli sayılabilecek tutardadır. Sadece risk izleme bağlamında aracı kurumların iç denetim modelleri ve risk izleme birimlerinin oluşturulabilmesi konusunda AB'nin ilgili düzenlemesinin yanı sıra Basel kriterlerine uyum sağlanabilir.</p>					

<p>Menkul Kıymet Alım-Satımında Komisyon Oranları</p>	<p>Asgari Komisyon Oranları AB üyesi ülkelerin borsalarındaki farklı uygulamalar dikkate alınarak, işlem maliyetlerini AB borsaları ile uyum ve rekabet edici şekilde düşürmeye yönelik politika izlenmelidir. Halen aracı kurum komisyonlarında alt bir tavan oran bulunmakta olup (%0,2-%1), işlem komisyon oranlarının belli bir süreç içinde başta on-line trading olmak üzere işlemlerde düşürülmesi yönünde teşvik edilebilir.</p>	<p>Rekabet açısından</p>	<p>Bireysel Küçük Yatırımcılara Özgü Aracı Kurumlar Bireysel küçük yatırımcılara özgü uzmanlaşmış aracı kurum yapıları oluştu- rularak bu tür yatırımcıların işlem maliyet- lerinin düşürül- mesine yönelik düzenlemeler.</p>	<p>Rekabet açısından</p>
<p>Euro'nun Sermaye Piyasasına Etkisi</p>	<p>Euro Bazlı Finansal Ürünler Konusunda Ortak Çalışma Euro bazlı endekslerin yanı sıra Euro bazlı spot ve türev ürünlerin geliştirilmesi yönünde İMKB ile ortak çalışmalar yapılması.</p>	<p>Rekabet açısından</p>		

<p>Menkul Kıymet Vergilendirme</p>	<p>Sermaye ve Temettü Kazançlarının Vergilendirilmesi Türk sermaye piyasasındaki vergilendirme açısından AB üyeleri ile büyük farklılık bulunmaktadır. Üye ülkeler arasında da halen tek bir uygulama bulunmamaktadır. Vergilendirmenin sermaye kazançları üzerinde yoğunlaşması, buna karşın temettü kazançlarının vergilendirilmesi asgariye indirilebilir.</p>	<p>Uyum Gerekli</p>				
<p>Yatırımcı Tazmin Fonu</p>	<p>Kişi Başına Asgari Koruma Miktarı AB'de yatırımcı koruma fonlarının da kişi başına asgari koruma miktarı 20.000 Euro'dur. Uygulamamızda ise 1999'dan önceki aracı kurum iflaslarında tavan tutar 2000 yılı için 2 milyar TL'dir. Tazmin fonundan yapılacak ödemelerde kişi başına 20.000 Euro baz alınmalıdır.</p> <p>Fona Başvuru ve Fondan Ödeme Süresi AB'de Tazmin Fonu'ndan yapılacak zarar ödemeleri tüm şartların</p>	<p>Uyum Gerekli</p>	<p>Yatırımcıların Bilinçlendirilmesi Yatırımcıların korunmasına yönelik olarak yatırımcı bilgilendirme ve eğitimlerin sürekli olarak yapılması.</p>	<p>Rekabet açısından</p>		

	yerine getirilmesinden itibaren en fazla 3 ay içinde yapılmaktadır. Ayrıca, zaranı Fona bildirim süresi olarak asgari 5 aylık bir süre getirilmektedir. Türk Sermaye Piyasasında ise herhangi bir süre öngörülmemiştir. Uyum açısından benzer süreler kabul edilebilir.							
Takas ve Saklama	<u>Kaydı Sisteme Geçiş</u> Hisse senetlerinin kaydı hale getirilmesinin tamamlanması.	Uyumlu	<u>Piyasalar ve Takas Hesapları Arasında On Line Bağlantı</u> Üye takas hesaplarının menkul kıymet işlemleri ile bağlantılı on line çalışabilmesi.	Uyumlu	Uyum Gerekli			
	<u>Sicil Merkezi</u> Sicil Merkezinin işlerlik kazanması.	Uyumlu	<u>Clearstream ve Clearnet’le Bağlantı</u> Takasbank’ın Clearstream ve Clearnet gibi yeni uluslararası kuruluşlarla işbirliği	Uyumlu	Rekabet açısından Uyumlu			
	<u>Yabancı Aracı Kurumların İflasında Prosedür</u> Sınır ötesi işlemlerde yabancı aracı kurumların iflasi durumunda işlemlerin sonuçlandırılması prosedürlerinin Takasbank ile birlikte belirlenmesi	Uyum Gerekli	<u>Takas Süresi</u> AB’de üye ülkeler arasındaki zaman farklılığı dikkate alınarak takas süresi olarak T+3 esas alınmaktadır. Tam üyelik halinde Takasbank’ın T+3’ü uygulaması sorun olmayacaktır.	Uyum Gerekli	Uyum Gerekli			
Uluslararası Muhasebe Standartları	<u>Gerçek Değer Üzerinden Değerleme</u> AB’de 39. Uluslararası Muhasebe standardı ile ilgili olarak varlıkların elde etme maliyeti veya	Uyum Gerekli		Uyum Gerekli				

	<p>yeniden satın alma bedeli üzerinden değil, o anki piyasada aktifin gerçek değeri üzerinden değerlendirilmesi prensibi kabul edilmektedir. Sermaye piyasasındaki şirketlerin varlıklarının değerlendirilmesinde gerçek değer esaslı geçerli olacaktır.</p> <p><u>Türev Ürünlerdeki İşlemlerin Muhasebeleştirilmesi</u></p> <p>Türev piyasalar devreye girince futures, opsiyon ve forward sözleşmeleri vb işlemlerin muhasebeleştirilmesinin tek düzene bağlanması gerekecektir.</p>	Uyum Gereklisi			
Borsaların Yeniden Yapılanmaları			<u>Borsaların Şirketleşmeleri ve Halka Açılmaları</u>	Rekabet açısından	
Profesyonel ve Bireysel Yatırımcı Ayrımı	<p><u>Sofistike Yatırımcı Tanımının Getirilmesi</u></p> <p>AB'de sofistike (profesyonel) ve bireysel yatırımcı tipi arasındaki ayrımın belirlenmesi yatırımcıların korunması açısından önem taşımaktadır. Mevzuatımızda</p>	Uyum Gerekebilir			

bu iki yatırımcı tipine yönelik olararak aralarındaki farklılar ve uygulayacak hükümler konusunda düzenlemeler belirginleştirilmelidir.					
<p>Şirket Yönetimi (Corporate Governance)</p> <p>Halka Açık Şirketlere Özgü Yönetim İlkeleri</p> <p>AB, şirket yönetim ilkeleri üzerine de ortak kurallar belirlemeye çalışmaktadır. Türkiye’de ilk aşamada halka açık şirketlere yönelik belirli yönetim ilkeleri getirilmesi ve şirketlerin bunlara uyumu sağlanmalıdır.</p>	Uyum Gerekebilir				
<p>Tek Lisans Esası</p> <p>Tek Lisansla İşlem Yapma</p> <p>AB üyesi ülke finans kuruluşları için “tek lisans esası” geçerli olduğundan, yabancı finans kuruluşları bir yandan birleşerek güçlerini artırmaya çalışmakta, öte yandan tek lisansla bütün üye ülkelerde finans piyasalarındaki işlemleri yapabilmektedirler.</p>	Uyum Gereklidir				

	<p>Aracı Kurumların Tüm Finansal Hizmetleri Yapabilme Yetkisi Yurtiçi aracı kurumların rekabetçi yapılarının güçlendirilmesi için sermaye yeterliliklerinin yüksek seviyelerde muhafaza edilmeye devam edilmesi, uzaktan üyeliğin kabulü ve aracı kurumların finansal tüm işlemleri yapabilmesi gereklidir.</p> <p>“Orjin Ülke” ve “Karşılıklık” Esasları AB üyesi diğer aracı kurumların üyeliklerinde ve sermaye piyasası faaliyetlerinde orjin ülke ve karşılıklık esaslarının tam üyelik durumunda benimsenmesi gerekir.</p>	Uyum Gereklisi				
Borsa Birleşmeleri		Uyum Gereklisi	<p>Borsa Birleşmelerine Karşı İMKB Stratejisi İMKB'nin stratejisine uygun olarak, AB borsalarındaki şirketleşme ve birleşme oluşumlarını izleyip; gerek borsalara rasi işbirliği anlaşmaları gerekse ortaklık veya birleşme imkânlarının belirlenmesi.</p>	Rekabet açısından		

Kaynakça

- Arlman, P., The European Stock Exchanges-Challenges and Chances, 1999.
- Bankalar Kanunu, Kanun No. 4389, 23.06.1999 tarihli Resmi Gazete.
- Colla, E., "Retailing in the EEA: Aspects of Internationalisation", Paris, 1998.
- Commission of the European Communities, Securities Markets, 1993.
- Commission Recommendation of 25 July 1977, 77/534/EEC: Concerning a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities.
- Commission Regulation (EC) No 447/98, Official Journal: OJ L 61, 02.03.1998.
- Communication "A Frame Work for Action on Combatting Fraud and Counterfeiting of Non-Cash Means of Payment, 1998.
- Communication of the Commission, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, 1999.
- Communication of the European Commission, Job Creation in the European Union, April 1998.
- Communication on the Functioning of Goods, Services and Capital Markets, 1999.
- Company Law, Proposal for a Directive on Takeover Bids, EC XV DG, 1996.
- Concentration Pursuant to Regulation (EEC) No. 4064/89, Official Journal: OJ L 61 of 02.03.1998.
- Corbitt, T., Fraud Tip-Offs Falter, Credit Management, 1999.
- Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 Coordinating the Conditions for The Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing.
- Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 Coordinating the Requirements for Drawing up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to be Published for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing.
- Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on Information to be Published on a Regular Basis by Companies the Shares of which have been Admitted to Official Stock-Exchange Listing.
- Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS).
- Council Directive 86/635/EEC of 8 December 1986 on the Annual Accounts and Consolidated Accounts of Banks and other Financial Institutions, Eur-Lex, Doc.386L0635.
- Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the Information to be Published when a Major Holding in a Listed Company is Acquired or Disposed of.
- Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 Coordinating the Requirements for the Drawing-up, Scrutiny and Distribution of the Prospectus to be Published when Transferable Securities are Offered to the Public.
- Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing.
- Council Directive 92/101/EEC of 23 Nov. 1992 Amending Directive 77/91/EEC on the Formation of Public Limited-Liability Companies and the Maintenance and Alteration of their Capital, Eur-Lex, 1992.
- Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field.
- Council Directive 97/5/EC of 27 Jan. 1997 on Cross-Border Credit Transfers, 1997.

- Council Directive 98/26/EC of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems, 1998.
- Council Recommendation of 20 December 1985 Concerning the Second Subparagraph of Article 25 (1) of Directive 85/611/EEC.
- Council Regulation (EEC) No 4064/89, on the Control of Concentrations Between Undertakings, 1989.
- Devlet Planlama Teşkilatı, Avrupa Birliği Ekonomilerinde Makroekonomik Gelişmeler, 1999.
- Eleventh Council Directive 89/666/EEC 21 Dec. 1989 Concerning Disclosure Requirements in Respect of Branches Opened in a Member State by Certain Types of Company Governed by the Law of Another State, Eur-Lex, Doc. 389L0666.
- Emerging European Markets, 1999-2000.
- EUR-Lex, Document 385L0303
- EUR-Lex, Document 390L0434
- EUR-Lex, Document 391L0308.
- EUR-Lex, Document 394X0079
- EUR-Lex, Document 599PC0352
- Euromoney, Special Issue, 1985
- European Commission OJ L 043 14.02.1997
- European Commission OJ C 236 02.08.1997
- European Commission OJ C 236 02.08.1997
- European Commission OJ L 084 26.03.1997
- European Commission OJ L 166 11.06.1998
- European Commission OJ L 209 02.08.1997
- European Commission, European Economy, Feb.2000.
- European Economic Review, 1999-2000.
- European Economy Reports & Studies, 1999-2000.
- European Financial Services Law, 1999-2000.
- European Journal of Finance, 1999-2000.
- European Journal of Law & Economics, 1999-2000.
- European Law Review, 1999-2000.
- European Policy Analyst, 1999-2000.
- FESE Newsletter, No.90, November 1999.
- FIBV, 2000.
- Financial Services Policy Group., Wholesale Markets, Supervisory Structures, International Dimension of Supervisory Work, 1999.
- Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the Annual Accounts of Certain Types of Companies, Eur-Lex, Doc. 378L0660.
- Gelirler Vergisi Kanunu, 94/7.
- Green Paper "Combating Counterfeiting and Piracy in the Single Market", 1998.
- Guidelines on Accounting for the Introduction of the Euro, 1997.
- International Financial Law Review, EU Briefings, 1999.
- ISSA Handbook of World Stock and Derivative Exchanges, 1999
- İMKB Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği, 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete.

- İMKB Kotasyon Yönetmeliği, 13.3.1995 tarih ve 22226 sayılı Resmi Gazete.
- İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği, 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete.
- İMKB Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği, 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete.
- İMKB Uluslararası Pazar Yönetmeliği, 14.06.1996 tarih ve 22666 sayılı Resmi Gazete.
- İMKB Yönetmeliği, 19.02.1996 tarih, 22559 sayılı Resmi Gazete.
- Kemp, J., Mergers, Recent Developments and Important Decisions, 1999.
- Kurumlar Vergisi Kanunu.
- Martin, J., EU Rules on Consolidated Accounts are Compatible with IASC, Management Accounting, 1997.
- Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında KHK/91, 06.10.1983 tarih ve 18183 (Mük.) sayılı Resmi Gazete.
- Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hk. Yönetmelik, 06.10.1984 tarih, 18537 sayılı Resmi Gazete.
- Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri, SPK, Yayın No. 85, 1997.
- Merger Procedure Report, Regulation (EEC) No. 4064/89, Office for Official Publications of the European Communities, 1998.
- Merger Control Law in the European Union, EC IV. DG, 1995.
- Mergers and Acquisitions, EC DG. Economic and Financial Affairs, 1999.
- Mondellini (1999).
- National Institute of Economic of Economic & Social Research, Capital Market Liberalization, 1996.
- Overview of the Responses on the Green Paper on Supplementary Pensions in the Single Market, 1998.
- Overview of The Responses to the Green Paper on Supplementary Pensions in the Single Market, 1998.
- Practical Guidelines on Preparing Financial Information Systems for the Euro, 1998.
- Proposal For A 13th European Parliament and Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids, Eur-Lex, 1999.
- Proposal for a Directive Establishing a Legal Framework for the use of Electronic Signatures, 13 May 1998.
- Proposal for a directive of the EP and of the Council Concerning the Distance Marketing of Sonsumer Financial Services and Amending Council Directive 90/619/EEC and Directives 97/7/EC and 98/27/EC, 1998.
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as Regards the Valuation Rules for the Annual and Consolidated Accounts of Certain Types of Companies, 2000.
- Proposal for a EP and Council Directive amending Directive 85/611/EEC Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 1998.
- Proposal for a EP and Council Directive Amending Directive 85/611/EEC Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), 1998.
- Proposal for a EP and Council Directive Approximating the Legal Arrangements for the Protection of Inventions by Utility Model, 1997.
- Proposal for a EP and Council Directive on a Common Framework for Electronic Signatures, 1998.

- Proposal for EP and Council Directives on the Taking up, the Pursuit and the Prudential Supervision of the Business of Electronic Money Institutions, 1998.
- Rebuilding Pensions, Recommendations for a European Code of Best Practise for Second Pillar Pension Funds, Pragma Consulting, 1999.
- Report on the Need for Further Harmonisation of the Solvency Margin, 1997.
- Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, 17 June 1997, 97/C 236/01, 1997.
- Savage, S.S., Money Laundering, Global Finance, 1999.
- Second Commission Report to the European Parliament and the Council on the Implementation of the Money Laundering Directive, 1998.
- Sermaye Piyasası Kanunu, No. 2499., 17416 sayılı Resmi Gazete.
- Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve T.Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun, No. 4487, 23910 sayılı Resmi Gazete.
- Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on Consolidated Accounts, Eur-Lex, Doc. 383L0349.
- Single Market News, Progress on Implementing Single Market Legislation Scoreboard and Business Opinion, 1998.
- Single Market News, Financial Services Policy Group, 1999.
- Single Market News, Rebuilding Pensions, 1999.
- Single Market News, Distance Marketing of Financial Services, 1999.
- Single Market News, Economic Reform, Report on the Functioning of Product and Capital Markets, 1999.
- Single Market News, New Accounting Strategy, 1996.
- Single Market News, New Capital Adequacy Framework, 1999.
- Single Market News, Simpler Legislation for the Internal Market: Results of Phase IV, 1999.
- Single Market News, Takeover Directive, 1999.
- Single Market Scoreboard, November 1999.
- SPK Seri IV, No.22, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri V, No. 18, 27.12.1994 tarih ve 22154 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri V, No. 19, 01.03.1995 tarih ve 22217 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri V, No. 34, 26.06.1998 tarih ve 23384 (Mük.) sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri V, No.6, 31.01.1992 tarih ve 21128 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri VI, No.10, 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri VII, No.10, 19.12. 1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri VIII, No. 20, 06.07.1993 tarih ve 21629 (Mük.) sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri VIII, No. 22, 27.10.1993 tarih ve 21741 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri X, No. 16, 04.03.1996 tarih ve 22570 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri XI, No. 1, 29.01.1989 tarih ve 20064 sayılı Resmi Gazete.
- SPK Seri XI, No.3, 26.07.1989 tarih ve 20233 sayılı Resmi Gazete.
- SPK, Seri IV, No. 8, 09.03.1994 tarih ve 21872 sayılı Resmi Gazete.
- SPK, Seri I, No. 26, 15.11.1998 tarih ve 23524 sayılı Resmi Gazete.
- SPK, Seri III, No.20, 20.03.1996 tarih ve 22586 sayılı Resmi Gazete.
- SPK, Seri VII, No.14, 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmi Gazete.

- The Economist, "Finance and Economics: We will Always have Paris", Nov.21, 1998.
- The European Commission Internal Market DG, The Single Market Review Series, Impact on Services, Insurance, 1997.
- The European Commission XV. DG., Financial Reporting, 1999.
- The European Commission, Green Paper on Tackling the Problem of Counterfeiting and Piracy in the Single Market, 1999.
- The European Commission, Progress in Implementation of Single Market Directives, 1999.
- The European Commission, Report on Economic Reforms of Product and Capital Markets, 1999.
- The European Commission, The Strategy for Europe's Internal Market, 1999.
- The European Commission, XV. DG., Commission Proposal for Regulatory Framework for Distance Selling of Financial Services, 1998.
- The European Commission, XV. DG., Financial Services, Electronic Money, 1998.
- The European Commission, XV. DG., Fraud: Framework to Counter Abuse of Non-Cash Payments, 1999.
- The European Commission, XV.DG., Accounting: Analysis Confirms Compatibility of EU and International Standards, 1999.
- The European Commission, XV. DG., Internal Market, Framework for Action Plan, 1999.
- The European Commission, XV. DG., Internal Market, New Strategy, 1999.
- The European Commission, Company Law, Accounting & Auditing, on Proposed Takeovers Directive, 1999.
- The MSCI Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges, 1999.
- The Strategy for Europe's Internal Market-Communication from the Commission to the Towards A Single Market for Pension, EC Internal Market, 1999.
- Türkiye'nin Katılım Yönünde İlerlemesine İlişkin Komisyon Raporu, 1999.
- Varış, M., Erdoğan, O., Avrupa Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İMKB Yayınları, No. 8, 1996.
- Wicker-Miurin, F., Hart, R., The Changing Face of European Equity Markets, AT Kearney, 1999.
- Wright, W., What's the Future for the European Bourses, Financial News, 1999.
- Zagaris, B., The Assault on Low Tax Jurisdictions, Tax Management International Journal, 1999.
- 2233rd Council Meeting, Internal Market, 7 Dec. 1999.
- 4054 Sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 22140 sayılı Resmi Gazete, 13.12.1994.

GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

Dünya genelinde talepteki görülen artışa paralel olarak 2000 yılının ikinci çeyreğinde, global piyasalarda GSYH, ABD'deki artan tüketici talebi, iş sermayesi oluşumu ve ihracata bağlı olarak sanayi üretimin istikrarlı artışı nedeniyle büyümeye devam etti. Avrupa bölgesindeki ekonomik faaliyet Nisan ayı itibariyle 12 aylık dönem içerisinde % 6,5 oranında büyüme kaydetti. 2000 yılının ilk çeyreği itibariyle Amerikan ekonomisi son bir yıl içerisinde reel bazda %5,9 oranında büyüdü. Ancak, enflasyon baskısının belirginleşmeye başlaması ve cari açığının GSMH'nin %4 üzerinde artması sonucu son zamanlarda görülen iç talepteki artışın, aynı seviyeyi koruyamayacağı tahmin edilmektedir. ABD Merkez Bankası FED % 6,5'lik fon faiz oranını değiştirmemesi, ekonominin bir yavaşlama dönemine gireceğinin işaretini vermektedir. Sanayi üretimi, dünyanın başlıca gelişmiş ülkeleri olan ABD, Avrupa bölgesi ve Japonya'da Mayıs sonu itibariyle bir yıllık dönem içerisinde % 5,8 artış göstermiştir. Bu yıl içerisinde OECD ülkelerindeki üretim artışı %4 olarak tahmin edilmektedir. Avrupa bölgesinde ise ekonomik büyüme ve istihdam oranlarının olumlu yönde bir artış sergileyeceği beklenmektedir. Ancak, önemli olan ekonomik alanda büyümenin enflasyonist baskı oluşturmadan nasıl korunabileceğidir. Japonya'da Mayıs ayı sanayi üretim artışı sadece % 0,2 olarak gerçekleşmesine rağmen yıllık oran % 7,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar, Japonya'da ihracat ve sabit yatırımların artması ve deflasyon risklerinin azalması ile birlikte ekonominin iyileşmesi yönünde olumlu sinyaller vermektedir.

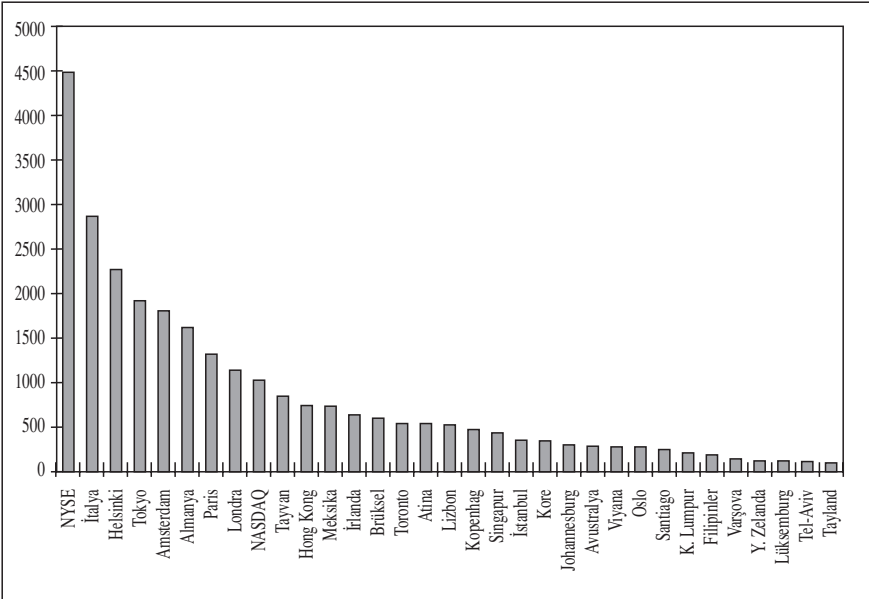
ABD ve Avrupa'da enflasyonist baskıları ortadan kaldırmak için uygulanan para politikalarına istinaden iç talebin azalması ekonomide "yumuşak iniş" beklentilerini artırmıştır. Bunun sonucunda, hisse senedi endeksleri yıl başından itibaren aynı seviyede kalmıştır. Japonya'da ise teknoloji hisse senetleri fiyatlarının düşmesi, 1999-2000 yılı mali kazançların beklenenin altında gerçekleşmesi ve siyasi ve makroekonomik belirsizliklerin oluşması ile birlikte Topix endeksi %10 civarında düşmüş ve hisse senetleri piyasasında büyük bir düşüş yaşanmıştır. Gelişmekte olan hisse senetleri piyasaları, yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş piyasalara göre daha düşük performans sergilemiştir. Gelişmekte olan hisse senedi piyasaları ABD finansal piyasalarında görülen farklı aşamalara yakın bir trend izlemişlerdir.

Hisse senedi piyasalarının performansları incelendiğinde; gelişmiş piyasa endekslerinden D.J. Industrial Endeksi 30 Haziran tarihinde 31 Mart tarihine göre %-4,79 oranında, FTSE-100 Endeksi % -4,6 ve Nikkei-225 Endeksi %-14,07 oranında düşmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının 2000 yılı ikinci çeyreğindeki ABD Doları bazlı getirileri karşılaştırıldığında en yüksek getiriyi %39,7 ile Çin borsası sağlarken, %23'le Venezuela ikinci sırada İsrail % 17,9 ile üçüncü sırada yer almaktadır. Bu dönemde, sırasıyla %-43,1, %-36,4 ve %-34,6 oranlarında düşüş gösteren Endonezya, Tayland ve Kolombiya borsalarından sonra en düşük getiriyi %-33,8 ve %-32,3 ile Filipinler ve Mısır borsaları sağlamıştır. Aynı dönemde İMKB'nin getirisi %-15,8 düzeyinde oluşmuştur. Piyasa performansları F/K oranı açısından karşılaştırıldığında Haziran sonu itibariyle en yüksek oranlar, Malezya (66,4), Arjantin (35,8), Kore (34,3) ve Şili (29,8) piyasalarında gerçekleşmiştir. En düşük oranlar ise Çek Cum. (-33,9), Endonezya (-7,3) ve Tayland (-5,7) piyasalarında gerçekleşmiştir.

Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon, 1986-1999)

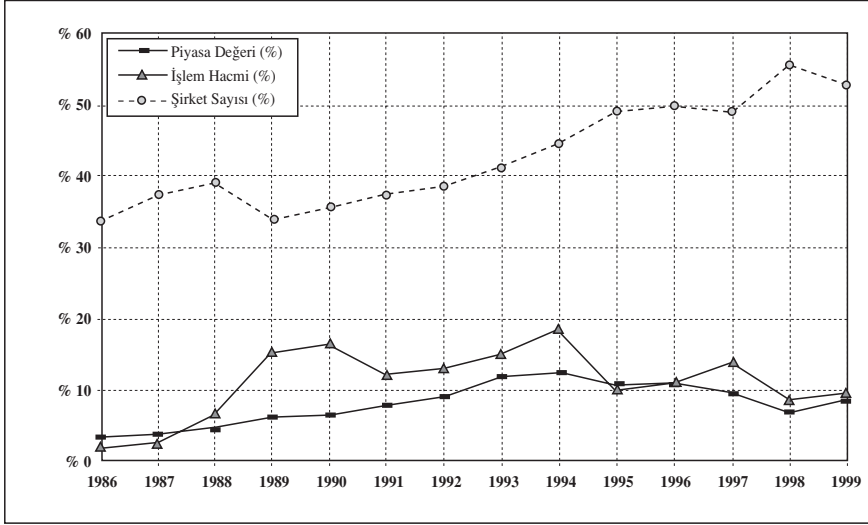
	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
1986	6.514.199	6.275.582	238.617	938
1987	7.830.778	7.511.072	319.706	3.125
1988	9.728.493	9.245.358	483.135	1.128
1989	11.712.673	10.967.395	745.278	6.756
1990	9.398.391	8.784.770	613.621	18.737
1991	11.342.089	10.434.218	907.871	15.564
1992	10.923.343	9.923.024	1.000.319	9.922
1993	14.016.023	12.327.242	1.688.781	37.824
1994	15.124.051	13.210.778	1.913.273	21.785
1995	17.788.071	15.859.021	1.929.050	20.782
1996	20.412.135	17.982.088	2.272.184	30.797
1997	23.087.006	20.923.911	2.163.095	61.348
1998	26.964.463	25.065.373	1.899.090	33.473
1999	36.030.810	32.956.939	3.073.871	112.276

Kaynak: IFC Factbook 2000.

Ortalama Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Mayıs 2000)

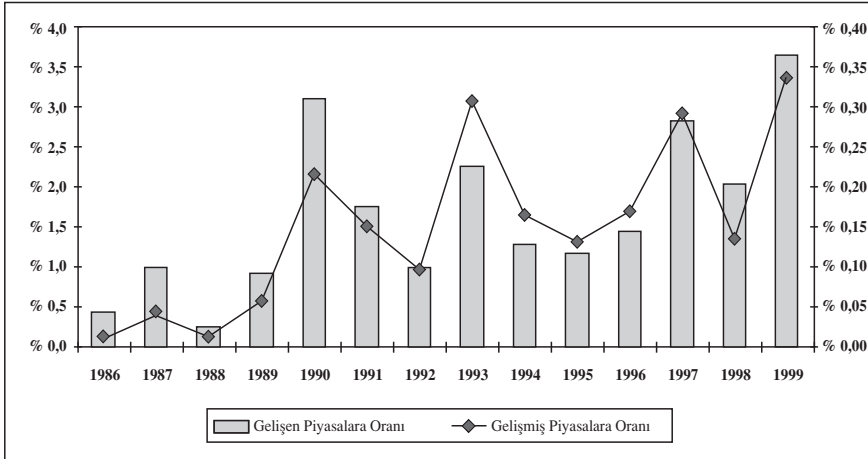
Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, June 2000.

Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Global Toplam İçinde Payı (1986-1999)



Kaynak : IFC Factbook 2000

İMKB'nin Piyasa Değeri Açısından Global Piyasadaki Payı (1986-1999)



Kaynak: IFC Factbook 2000; İMKB Verileri

Piyasa Göstergelerine Göre Ülkelerin Sıralaması (Mayıs 2000)

	Piyasa	İşlem Görme Oranı	Piyasa	İşlem Hacmi (milyon ABD \$) (2000/1 - 2000/5)	Piyasa	Piyasa Değeri (milyon ABD \$)
1	NASDAQ	326,8%	NASDAQ	9.117.276,6	NYSE	11.366.582,2
2	Kore	320,1%	NYSE	4.804.743,2	NASDAQ	4.497.799,2
3	Tayvan	316,6%	Londra	2.067.587,2	Tokyo	3.857.847,8
4	Paris	264,7%	Paris	1.718.443,6	Osaka	3.018.795,7
5	Madrid	214,6%	Tokyo	1.191.951,1	Londra	2.656.290,8
6	İstanbul	163,3%	Almanya	1.088.610,9	Paris	1.533.322,3
7	Almanya	131,1%	Tayvan	606.282,8	Almanya	1.485.736,4
8	Brüksel	129,1%	İtalya	532.035,3	Toronto	798.134,8
9	İtalya	119,2%	Madrid	455.819,1	İtalya	770.464,5
10	Oslo	108,5%	Toronto	296.805,7	İsviçre	697.357,8
11	Atina	108,0%	Amsterdam	291.700,9	Amsterdam	667.947,5
12	Stokholm	91,0%	Kore	281.267,1	Hong Kong	545.043,0
13	Amsterdam	86,2%	İsviçre	258.054,7	Madrid	443.988,9
14	NYSE	80,6%	Stokholm	225.038,9	Stokholm	421.365,8
15	İsviçre	80,5%	Hong Kong	198.534,9	Tayvan	397.978,0
16	Lizbon	77,4%	Osaka	194.274,3	Avustralya	370.920,5
17	Barselona	72,0%	Barselona	136.086,5	Helsinki	356.883,5
18	İrlanda	71,8%	Bilbao	125.209,1	Sao Paulo	245.389,8
19	Bilbao	71,3%	Avustralya	102.086,6	Rio de Janerio	241.736,4
20	Tayland	70,6%	İstanbul	98.950,1	Kore	233.600,7
21	Singapur	69,5%	Helsinki	97.094,9	Brezilya	205.123,6
22	Toronto	66,5%	Brüksel	94.817,9	Johannesburg	200.134,1
23	Kopenhag	66,2%	Atina	59.076,0	Brüksel	162.923,9
24	Hong Kong	64,4%	Sao Paulo	48.602,8	K.Lumpur	160.769,6
25	Londra	62,4%	Singapur	44.639,6	Atina	159.441,4
26	Tokyo	60,4%	Kopenhag	41.090,0	Singapur	145.870,8
27	Helsinki	56,2%	K.Lumpur	38.713,9	Meksika	131.263,0
28	Avustralya	55,6%	Johannesburg	34.721,5	Kopenhag	111.494,5
29	Sao Paulo	50,6%	Oslo	29.279,3	İstanbul	105.184,1
30	Varşova	50,0%	Lizbon	28.488,6	Amex	91.420,7
31	Jakarta	47,2%	Meksika	20.679,9	Tel-Aviv	72.078,6
32	K.Lumpur	47,0%	İrlanda	18.601,1	Santiago	67.672,5
33	Y.Zellanda	44,5%	Tel-Aviv	14.727,3	İrlanda	64.775,3
34	Tel-Aviv	44,2%	Tayland	12.212,2	Lizbon	64.302,3
35	Filipinler	39,7%	Jakarta	9.500,7	Oslo	58.666,9
36	Johannesburg	36,0%	Varşova	8.202,3	B.Aires	50.681,0
37	Viyana	33,8%	Y.Zellanda	5.611,5	Filipinler	44.114,3
38	Meksika	29,4%	Filipinler	5.226,9	Tayland	37.455,6
39	Ljubljana	25,6%	Viyana	4.990,5	Varşova	31.972,0
40	Lima	23,4%	B.Aires	4.516,0	Lüksemburg	31.098,0
41	B.Aires	18,9%	Santiago	2.539,5	Viyana	29.151,2
42	Tahran	13,6%	Tahran	1.840,8	Y.Zellanda	22.371,7
43	Osaka	11,6%	Lima	1.137,2	Tahran	22.282,5
44	Santiago	7,5%	Lüksemburg	1.003,1	Lima	11.579,3

Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, June 2000.

İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, 1986-1999)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/ Global (%)	İMKB/ Gelişen (%)
1986	3.573.570	3.490.718	82.852	13	2,32	0,02
1987	5.846.864	5.682.143	164.721	118	2,82	0,07
1988	5.997.321	5.588.694	408.627	115	6,81	0,03
1989	7.467.997	6.298.778	1.169.219	773	15,66	0,07
1990	5.514.706	4.614.786	899.920	5.854	16,32	0,65
1991	5.019.596	4.403.631	615.965	8.502	12,27	1,38
1992	4.782.850	4.151.662	631.188	8.567	13,20	1,36
1993	7.194.675	6.090.929	1.103.746	21.770	15,34	1,97
1994	8.821.845	7.156.704	1.665.141	23.203	18,88	1,39
1995	10.218.748	9.176.451	1.042.297	52.357	10,20	5,02
1996	13.616.070	12.105.541	1.510.529	37.737	11,09	2,50
1997	19.484.814	16.818.167	2.666.647	59.105	13,69	2,18
1998	22.874.320	20.917.462	1.909.510	68.646	8,55	3,60
1999	31.021.065	28.154.198	2.866.867	81.277	9,24	2,86

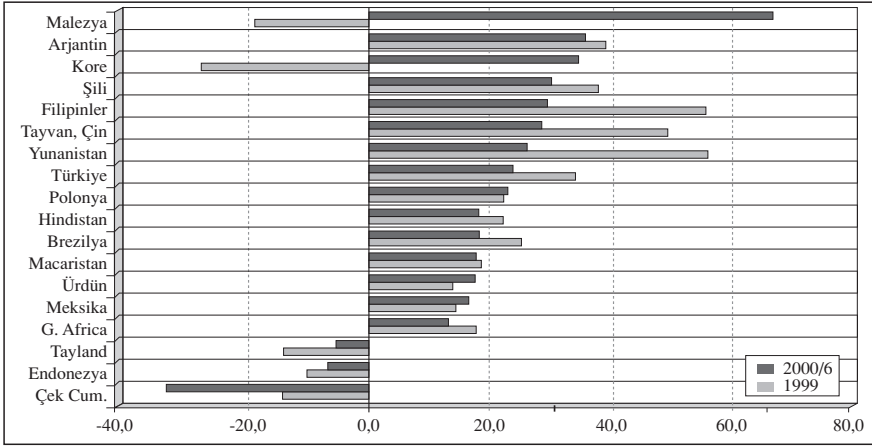
Kaynak: IFC Factbook 2000.

İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-1999)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/ Global (%)	İMKB/ Gelişen (%)
1986	28.173	18.555	9.618	80	34,14	0,83
1987	29.278	18.265	11.013	82	37,62	0,74
1988	29.270	17.805	11.465	79	39,17	0,69
1989	25.925	17.216	8.709	76	33,59	0,87
1990	25.424	16.323	9.101	110	35,80	1,21
1991	26.093	16.239	9.854	134	37,76	1,36
1992	27.706	16.976	10.730	145	38,73	1,35
1993	28.895	17.012	11.883	160	41,12	1,35
1994	33.473	18.505	14.968	176	44,72	1,18
1995	36.602	18.648	17.954	205	49,05	1,14
1996	40.191	20.242	19.949	228	49,64	1,14
1997	40.880	20.805	20.075	258	49,11	1,29
1998	47.465	21.111	26.354	277	55,52	1,05
1999	49.640	23.326	26.314	285	53,01	1,08

Kaynak: IFC Factbook 2000.

Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı Karşılaştırması (1999/12 - 2000/6)



Kaynak : IFC, Monthly Review, June 2000.

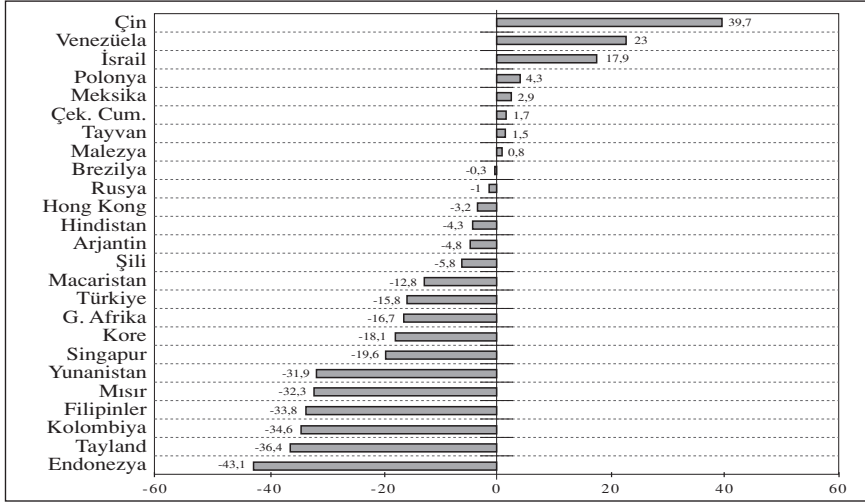
Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı (1993 - 2000/6)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000/6
Malezya	43,5	29,0	25,1	27,1	13,5	21,1	-19,1	66,4
Arjantin	41,9	17,7	15,0	38,2	17,1	13,4	39,0	35,8
Kore	25,1	34,5	19,8	11,7	11,6	-47,1	-27,7	34,3
Şili	20,0	21,4	17,1	27,8	15,9	15,1	37,7	29,8
Filipinler	38,8	30,8	19,0	20,0	12,5	15,0	24,0	29,2
Tayvan, Çin	34,7	36,8	21,4	28,2	32,4	21,7	49,2	28,5
Yunanistan	10,2	10,4	10,5	10,5	13,1	33,7	55,6	26,0
Türkiye	36,3	31,0	8,4	10,7	18,9	7,8	33,8	23,7
Polonya	31,5	12,9	7,0	14,3	10,3	10,7	22,0	22,7
Hindistan	39,7	26,7	14,2	12,3	16,8	13,5	22,0	18,1
Brezilya	12,6	13,1	36,3	14,5	15,4	7,0	25,1	17,9
Macaristan	52,4	-55,3	12,0	17,5	25,2	17,0	18,2	17,5
Ürdün	17,9	20,8	18,2	16,9	12,8	15,9	13,6	17,3
Meksika	19,4	17,1	28,4	16,8	22,2	23,9	14,1	16,0
G. Afrika	17,3	21,3	18,8	16,3	12,1	10,1	17,4	12,7
Tayland	27,5	21,2	21,7	13,1	4,8	-3,7	-14,5	-5,7
Endonezya	28,9	20,2	19,8	21,6	11,2	-106,2	-10,5	-7,3
Çek. Cum.	18,8	16,3	11,2	17,6	8,8	-11,3	-14,8	-33,9

Kaynak : IFC Factbook 1999; IFC, Monthly Review, June 2000.

Not : IFCG Global Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (ABD \$ Bazlı, 31/12/99 - 5/7/2000)



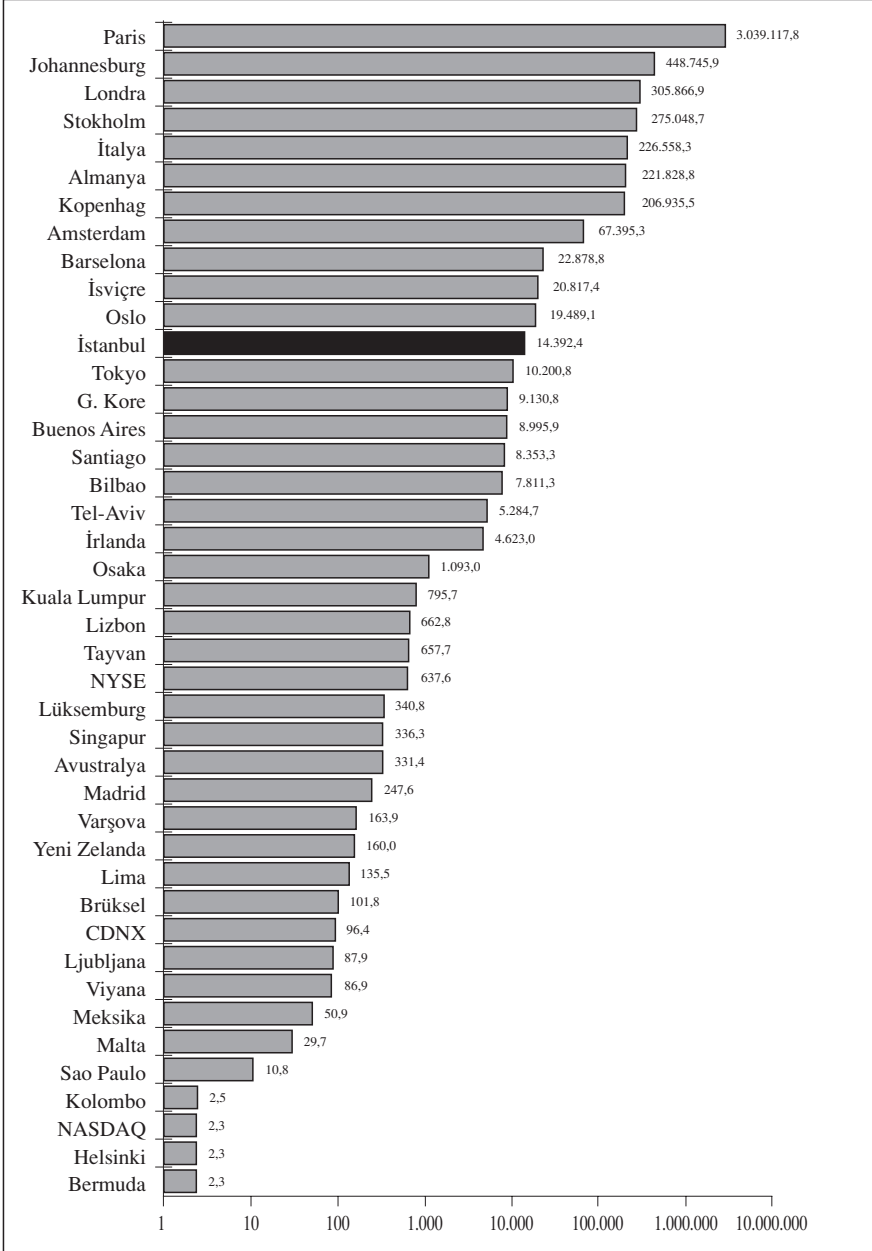
Kaynak: The Economist, July 2000.

Piyasa Değeri / Defter Değeri (1993 - 2000/6)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000/6
Türkiye	7,2	6,3	2,7	4,0	9,2	2,7	8,8	5,6
Yunanistan	1,9	1,9	1,8	2,0	2,9	4,9	9,4	5,1
Macaristan	1,6	1,7	1,2	2,0	3,7	3,2	3,6	3,0
Tayvan, Çin	3,9	4,4	2,7	3,3	3,8	2,6	3,3	2,9
Hindistan	4,9	4,2	2,3	2,1	2,7	1,9	3,1	2,9
Meksika	2,6	2,2	1,7	1,7	2,5	1,4	2,2	2,2
G. Afrika	1,8	2,6	2,5	2,3	1,9	1,5	2,7	2,1
Endonezya	3,1	2,4	2,3	2,7	1,5	1,6	2,9	2,0
Polonya	5,7	2,3	1,3	2,6	1,6	1,5	2,0	2,0
Malezya	5,4	3,8	3,3	3,8	1,8	1,3	1,9	1,9
Tayland	4,7	3,7	3,3	1,8	0,8	1,2	2,6	1,7
Şili	2,1	2,5	2,1	1,6	1,6	1,1	1,8	1,7
Arjantin	1,9	1,4	1,3	1,6	1,8	1,3	1,5	1,4
Brezilya	0,5	1,6	0,5	0,7	1,1	0,6	1,6	1,4
Kore	1,4	1,6	1,3	0,8	0,6	0,9	2,0	1,3
Çek. Cum.	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	1,2	1,3
Ürdün	2,0	1,7	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,2
Filipinler	5,2	4,5	3,2	3,1	1,7	1,3	1,5	1,1

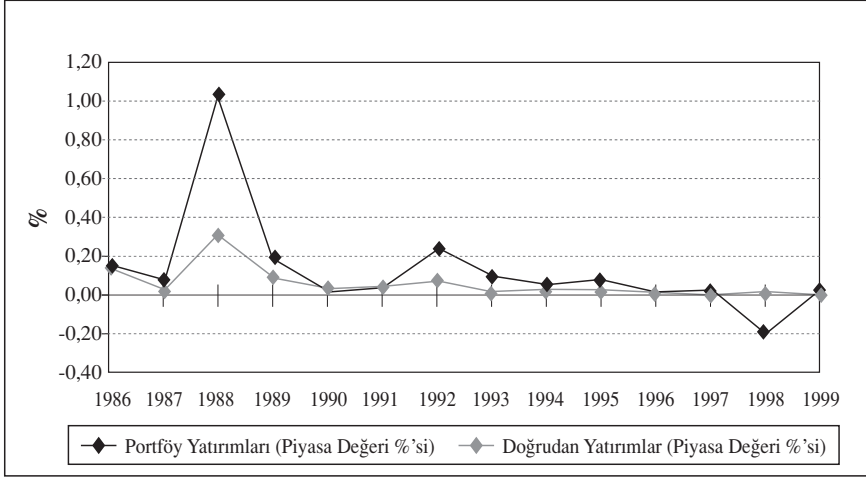
Kaynak: IFC Factbook 1996-1999; IFC, Monthly Review, June 2000.

Tahvil Piyasası Kapitalizasyonu (Milyon ABD \$, Ocak-Mart 2000)



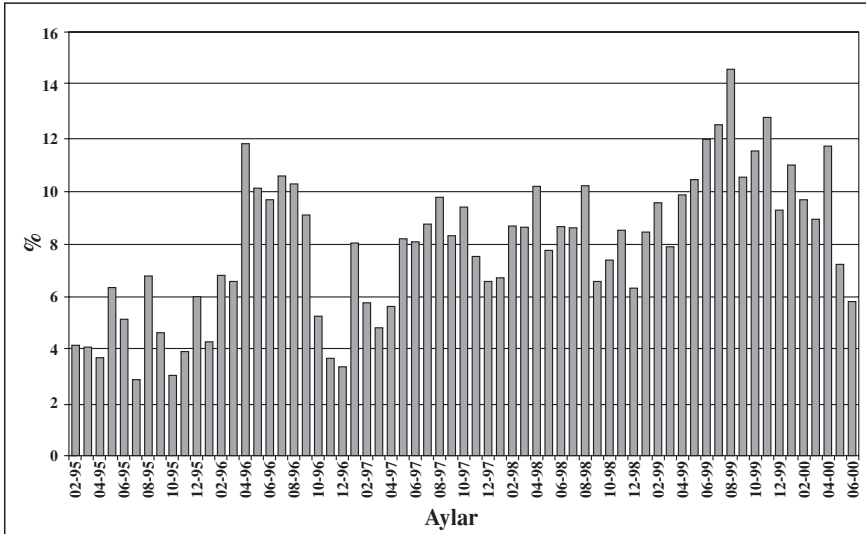
Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, April 2000.

Türkiye’de Yabancı Yatırımların Hisse Senetleri Piyasa Değeri Oranı (1986-1999)



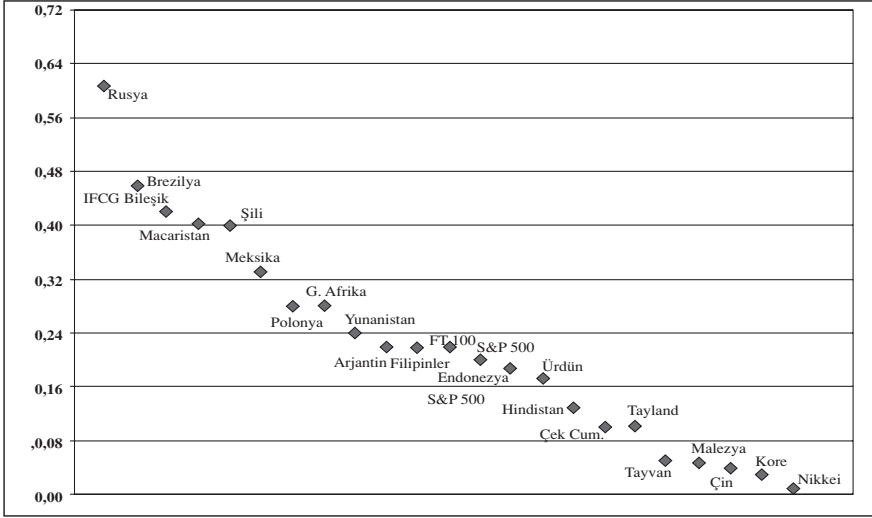
Kaynak: TCMB Veri Bankası; İMKB Verileri.

İMKB’de Yabancıların İşlem Payı (Ocak 1995-Haziran 2000)



Kaynak: İMKB verileri

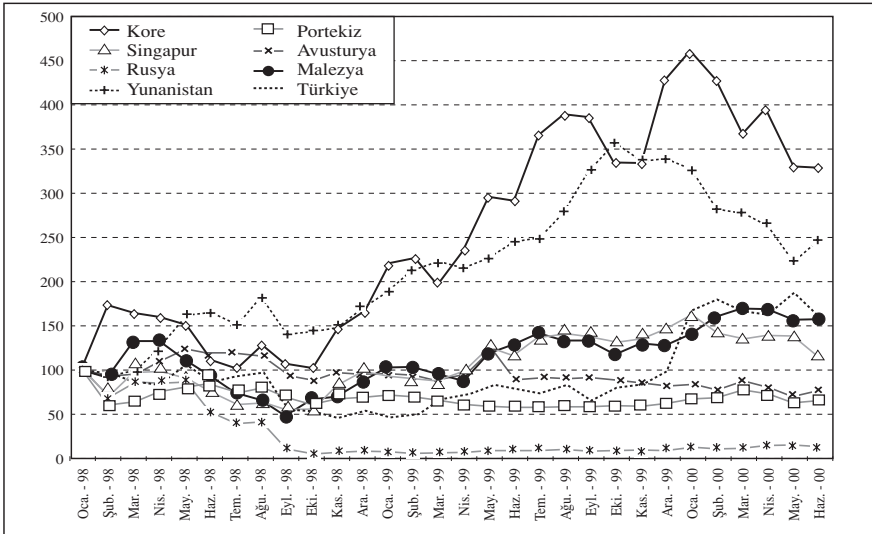
İMKB ile Bazı Piyasaların Fiyat Korelasyonları (Haziran 1995 - Haziran 2000)



Kaynak : IFC Monthly Review, June 2000.

Açıklama : İlişki katsayısı -1 ile +1 arasında değişir; ilişki katsayısı (korelasyon) 0 ise fiyatlar arasında ele alınan dönem itibariyle ilişki olmadığı belirtilir.

Bazı Hisse Senedi Piyasa Endekslerinin Karşılaştırılması (Aralık 1997=100)



Kaynak : Reuters

Not : Karşılaştırmalar ABD Doları bazındadır.

İMKB Piyasa İstatistikleri

HİSSE SENETLERİ PİYASASI											
		İşlem Hacmi				Piyasa Değeri		“Temettü Verimi”	Fiyat Kazanç Oranı		
	Şirket Sayısı	Toplam		Günlük Ortalama							
		(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(%)	TL(1)	TL(2)	ABD\$
1986	80	9	13	—	—	709	938	9.15	5.07	—	—
1987	82	105	118	—	—	3,182	3,125	2.82	15.86	—	—
1988	79	149	115	1	—	2,048	1,128	10.48	4.97	—	—
1989	76	1,736	773	7	3	15,553	6,756	3.44	15.74	—	—
1990	110	15,313	5,854	62	24	55,238	18,737	2.62	23.9	—	—
1991	134	35,487	8,502	144	34	78,907	15,564	3.95	15.88	—	—
1992	145	56,339	8,567	224	34	84,809	9,922	6.43	11.39	—	—
1993	160	255,222	21,770	1,037	89	546,316	37,824	1.65	25.75	20.72	14.86
1994	176	650,864	23,203	2,573	92	836,118	21,785	2.78	24.83	16.70	10.97
1995	205	2,374,055	52,357	9,458	209	1,264,998	20,782	3.56	9.23	7.67	5.48
1996	228	3,031,185	37,737	12,272	153	3,275,038	30,797	2.87	12.15	10.86	7.72
1997	258	9,048,721	58,104	35,908	231	12,654,308	61,879	1.56	24.39	19.45	13.28
1998	277	18,029,967	70,396	72,701	284	10,611,820	33,975	3.37	8.84	8.11	6.36
1999	285	36,877,335	84,034	156,260	356	61,137,073	114,271	0.72	37.52	34.08	24.95
2000	308	30,807,647	50,881	481,369	795	58,216,149	94,117	1.01	26.92	23.54	18.89
2000/Ç1	298	35,003,411	62,647	603,507	1,080	64,197,681	109,197	0.91	30.27	29.92	22.59
2000/Ç2	308	30,807,647	50,881	481,369	795	58,216,149	94,117	1.01	26.92	23.54	18.89

Ç: 3 aylık dönem

Not:

- Fiyat Kazanç Oranları, 1986-1992 yılları arasında şirketlerin bir önceki yılın net dönem karları üzerinden hesaplanmıştır.

1993 yılı ve sonrası için;

TL(1) = Toplam Piyasa Değeri / Son iki 6'şar Aylık Dönemin Karlar Toplamı

TL(2) = Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönemin Karlar Toplamı

ABD \$ = \$ Bazında Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönem \$ olarak Karlar Toplamı 'nı ifade etmektedir.

İMKB Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri

	TL Bazlı				
	ULUSAL-100 (Ocak 1986=1)	ULUSAL-SİNAİ (31.12.90=33)	ULUSAL-HİZMETLER (27.12.96=1046)	ULUSAL-MALİ (31.12.90=33)	
1986	1.71	—	—	—	
1987	6.73	—	—	—	
1988	3.74	—	—	—	
1989	22.18	—	—	—	
1990	32.56	32.56	—	32.56	
1991	43.69	49.63	—	33.55	
1992	40.04	49.15	—	24.34	
1993	206.83	222.88	—	191.90	
1994	272.57	304.74	—	229.64	
1995	400.25	462.47	—	300.04	
1996	975.89	1,045.91	1,045.91	914.47	
1997	3,451.26	2,660.—	3,593.—	4,522.—	
1998	2,597.91	1,943.67	3,697.10	3,269.58	
1999	15,208.78	9,945.75	13,194.40	21,180.77	
2000	14,466.12	10,749.21	12,929.68	19,348.60	
2000/Ç1	15,920.10	11,183.62	13,690.36	21,813.72	
2000/Ç2	14,466.12	10,749.21	12,929.68	19,348.60	
	ABD \$ Bazlı				EURO Bazlı
	ULUSAL-100 (Ocak 1986=100)	ULUSAL-SİNAİ (31.12.90=643)	ULUSAL-HİZMETLER (27.12.96=572)	ULUSAL-MALİ (31.12.90=643)	ULUSAL-100 (31.12.98=484)
1986	131.53	—	—	—	
1987	384.57	—	—	—	
1988	119.82	—	—	—	
1989	560.57	—	—	—	
1990	642.63	642.63	—	642.63	
1991	501.50	569.63	—	385.14	
1992	272.61	334.59	—	165.68	
1993	833.28	897.96	—	773.13	
1994	413.27	462.03	—	348.18	
1995	382.62	442.11	—	286.83	
1996	534.01	572.33	572.00	500.40	
1997	982.—	757.—	1,022.—	1,287.—	
1998	484.01	362.12	688.79	609.14	484.01
1999	1,654.17	1,081.74	1,435.08	2,303.71	1,912.46
2000	1,360.92	1,011.24	1,216.37	1,820.24	1,673.00
2000/Ç1	1,575.77	1,106.96	1,355.07	2,159.12	1,936.52
2000/Ç2	1,360.92	1,011.24	1,216.37	1,820.24	1,673.00

Ç : 3 aylık dönem

(*) : 2. Çeyrek 30.06.2000 tarihi itibarıyla.

TAHVİL VE BONO PİYASASI**İşlem Hacmi****Kesin Alım-Satım Pazarı**

	Toplam		Günlük Ortalama	
	Milyar TL	Milyon ABD \$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1991	1,476	312	11	2
1992	17,977	2,406	72	10
1993	122,858	10,728	499	44
1994	269,992	8,832	1,067	35
1995	739,942	16,509	2,936	66
1996	2,710,973	32,737	10,758	130
1997	5,503,632	35,472	21,840	141
1998	17,995,993	68,399	71,984	274
1999	35,430,078	83,842	142,863	338
2000	47,404,847	77,770	740,701	1,215
2000/Ç1	16,908,559	29,769	277,189	488
2000/Ç2	47,404,847	77,770	740,701	1,215

Repo-Ters Repo Pazarı**Repo-Ters Repo İşlem Hacmi**

	Toplam		Günlük Ortalama	
	Milyar TL	Milyon ABD \$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1993	59,009	4,794	276	22
1994	756,683	23,704	2,991	94
1995	5,781,776	123,254	22,944	489
1996	18,340,459	221,405	72,780	879
1997	58,192,071	374,384	230,921	1,486
1998	97,278,476	372,201	389,114	1,489
1999	250,723,656	589,267	1,010,982	2,376
2000	133,805,878	219,777	2,090,717	3,434
2000/Ç1	120,833,056	214,855	1,980,870	3,522
2000/Ç2	133,805,878	219,777	2,090,717	3,434

Ç : 3 aylık dönem

DİBS Fiyat Endeksleri (25-29 Aralık 1995=100)

TL Bazlı

	30 Gün	91 Gün	182 Gün	Genel
1996	103.41	110.73	121.71	110.52
1997	102.68	108.76	118.48	110.77
1998	103.57	110.54	119.64	110.26
1999	107.70	123.26	144.12	125.47
2000	107.70	125.29	155.16	107.70
2000/Ç1	106.05	120.72	147.92	117.39
2000/Ç2	107.70	125.29	155.16	107.70

DİBS Performans Endeksleri (25-29 Aralık 1995=100)

TL Bazlı

	30 Gün	91 Gün	182 Gün
1996	222.52	240.92	262.20
1997	441.25	474.75	525.17
1998	812.81	897.19	983.16
1999	1,372.71	1,576.80	1,928.63
2000	1,577.08	1,817.72	2,295.52
2000/Ç1	1,457.73	1,673.39	2,113.26
2000/Ç2	1,577.08	1,817.72	2,295.52

ABD \$ Bazlı

1996	122.84	132.99	144.74
1997	127.67	137.36	151.95
1998	153.97	169.96	186.24
1999	151.02	173.47	212.18
2000	150.86	173.87	219.58
2000/Ç1	146.71	168.41	212.68
2000/Ç2	150.86	173.87	219.58

Ç : 3 aylık dönem

(*) 2. Çeyrek 30.06.2000 tarihi itibarıyla

İ.M.K.B. YAYINLARI		
I- SÜRELİ YAYINLAR	ISSN/ISBN	ÇIKIŞ TARİHİ
Haftalık Bülten	ISSN 1300-9311	
Türkçe Aylık Bülten	ISSN 1300-9303	
İngilizce Aylık Bülten	ISSN 1300-9834	
Yıllık Rapor -Annual Factbook 1999 (Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1300-9281 ISBN 975-8027-68-9	1999
Halka Açılan Şirketler 1998	ISSN 1301-2584 ISBN 975-8027-54-9	1997
İMKB Şirketleri 1986-1998 (Sermaye, Temettü ve Aylık Fiyat Verileri) (Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1300-929-X ISBN 975-8027-59-X	1999
İMKB Dergisi	ISSN 1301-1650	
ISE Review	ISSN 1301-1642	
Avrasya Ekonomi Bülteni	ISSN 1302-3330	1999
II- ARAŞTIRMA YAYINLARI		
- ARAŞTIRMA YAYINLARI SERİSİ		
Türkiye' de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi- Sibel Kumbasar Bayraktar		1994
Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli- Oral Erdoğan		1994
Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye-Araştırma Müdürlüğü		1994
Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler-Kudret Vurgun		1994
Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İ.M.K.B.'da Bazı Değerlendirme ve Gözlemler-Dr. Berna Ç. Kocaman		1995
Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye-Doç. Dr. Sadi Uzunoğlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlelel		1995
Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri-Doç. Dr.Targan Ünal		1995
Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası -Dr. Meral Varış Tezcanlı, Dr.Oral Erdoğan	ISBN 975-8027-05-0	1996
Personel Yönetimi-Şebnem Ergül	ISBN 975-8027-07-7	1996
Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası -Doç. Dr. Sadi Uzunoğlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlelel	ISBN 975-8027-24-7	1997
Avrupa Birliği ve Türkiye-Prof. Dr. Rıdvan Karluk	ISBN 975-8027-04-2	1996
İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar- Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-17-4	1996
Insider Trading and Market Manipulation-Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-18-2	1996
Stratejik Ortaklıklar : Türk Şirketleri İçin Büyüme ve Global Pazara Açılma Teknikleri-Ömer Esener	ISBN 975-8027-28-X	1997
Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar	ISBN 975-7869-04-X	1996

İ.M.K.B. YAYINLARI		
Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar) - Vural Günal	ISBN 975-8027-34-4	1997
KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü - R. Ali Küçükçolak	ISBN 975-8027-39-5	1998
Hisse Senedi Opsiyonları ve İMKB'de Uygulanabilirliği (Dr. Mustafa Kemal Yılmaz)	ISBN 975-8027-45-X	1998
Özel Emeklilik Fonları : Şili Örneğinden Alınacak Dersler (Çağatay Ergenekon)	ISBN 975-8027-43-3	1998
İMKB Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi (Prof.Dr. Hurşit Güneş - Yrd.Doç.Dr. Burak Saltoğlu)	ISBN 975-8027-32-8	1998
Nasıl Bir Para Sistemi ? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler (Prof.Dr. Coşkun Can Aktan- Yrd. Doç.Dr. Utku Utkulu- Dr. Selahattin Togay)	ISBN 975-8027-47-6	1998
Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar (Dr. Oral Erdoğan - Levent Özer)	ISBN 975-8027-51-4	1998
Repo ve Ters Repo İşlemleri - Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama- Yrd. Doç. Dr. Nuran Cömert Doyrangöl	ISBN 975-8027-12-3	1996
Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri- Araştırma Müdürlüğü	ISBN 975-8027-44-1	1998
Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi Dr. Ali Alp, M. Ufuk Yılmaz	ISBN 975-8027-72-7	2000
Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma - Dr. Recep Bildik	ISBN 975-8027-73-5	2000
Fortunes Made Fortunes Lost - Abdurrahman Yıldırım	ISBN 975-7143-10-3	1996
- TÜREV PİYASA ARAŞTIRMALARI SERİSİ		
Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler- Mustafa Kemal Yılmaz		1996
Vadeli İşlem Piyasaları-Teorik ve Pratik - Prof. Dr. Ümit Erol	ISBN 975-8027-58-1	1999
Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması - Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü	ISBN 975-8027-62-X	1999
- SEKTÖR ARAŞTIRMALARI SERİSİ		
Otomotiv Sektörü		1995
Tekstil Sektörü (Pamuklu)		1995
Gıda Sektörü		1995
Cam Sektörü		1995
Sigorta Sektörü		1995
Turizm Sektörü		1995
Kağıt Sektörü	ISBN 975-8027-09-3	1996
Tekstil Sektörü (Suni-Sentetik, Yünlü, Hazır Giyim, Deri ve Deri Mamulleri)	ISBN 975-8027-10-7	1996
Gıda Sektörü (Bitkisel Yağ, Et ve Et Ürünleri, Meyve Sebze İşleme Süt ve Süt Ürünleri, Şeker ve Şekerli Mam., Un ve Unlu Mam., Yem)	ISBN 975-8027-19-0	1997

İ.M.K.B. YAYINLARI		
- EĞİTİM SERİSİ		
Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (Mayıs 1999)	ISBN 975-8027-41-7	1999
Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi		1991
Borsa Rehberi (1928)		1992
Turkish Bond Market	ISBN 975-8027-53-0	1999
Borsa Uyuşmazlıkları-Uygulama, Örnek Kararları ve Mevzuat	ISBN 975-8027-33-6	1997
Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi	ISBN -75-8027-69-7	2000
III- TANITIM YAYINLARI		
Türk Sermaye Piyasasında Etik Değerler ve İş Adabına İlişkin Çalışma Kuralları	ISBN 975-8027-52-2	1998
Global Kriz ve Etkileri	ISBN 975-8027-63-8	1999
Kriz İçinde Kriz Yönetimi	ISBN 975-8027-64-6	1999
Borsa Terimleri Sözlüğü	ISBN 975-8027-66-2	1999
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	ISBN 975-8027-70-0	2000
Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası	ISBN 975-8027-31-X	1999
Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu	ISBN 975-8027-35-2	1999