

*** SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA AÇIĞA SATIŞ
İŞLEMLERİNİN VE AÇIĞA SATIŞ İŞLEMLERİNDEKİ
SINIRLAMALARIN DEĞERLENDİRİLMESİ**
(EVALUATION OF SHORT SALES AND LIMITATIONS ON SHORT SALES IN
CAPITAL MARKETS LAW)

Dr. Öğr. Üyesi Özlem Ata Polat * **

ÖZ

Açığa satış işlemi, finansal kriz anlarında ilk yasaklanan ya da sınırlandırılan sermaye piyasası işlemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye piyasasında fiyatları aşağı çektiği ve piyasa dolandırıcılığına zemin hazırladığı, takas riski taşıdığı ve sistemik riski tetiklediği gerekçeleriyle sakıncalı bulunmaktadır. Öte yandan, bu işlemlerin sermaye piyasası araçlarının gerçek değeri hakkında piyasaya bilgi akışı sağlayarak fiyat etkinliğini temin etmesi ve piyasadaki likiditeyi artırması gibi yararlarının olduğu da bilinmektedir. Bu nedenle açığa satış işlemlerinin tamamen yasaklanması yerine sınırlamalar dâhilinde gerçekleştirilmesine yönelik düzenlemeler görülmektedir. Çalışmamızda, açığa satış işleminin türleri, yararları ve sakıncaları, açığa satış işlemlerinde öngörülen sınırlamaların ülkemizdeki mevzuata yansımaları incelenmektedir.

Anahtar Kelimeler: *açığa satış, karşılığı olan açığa satış, çıplak açığa satış, hesaba rağmen açığa satış, yapay açığa satış, yukarı adım kuralı, açığa satışta teminat yükümlülüğü, açığa satışta şeffaflık*

ABSTRACT

Short selling is the first prohibited or restricted capital market activity in times of financial crisis. It is considered objectionable on the grounds that it lowers prices in the capital market, prepares the ground for market manipulation, carries a settlement risk and triggers systemic risk. On the other hand, it is known that these transactions have benefits such as providing price efficiency and increasing the liquidity in the market by

* Eserin Dergimize geliş tarihi: 16.01.2022. İlk hakem raporu tarihi: 14.03.2022. İkinci hakem raporu tarihi: 31.03.2022; Onaylanma tarihi: 06.04.2022.

* Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı

** Yazarın ORCID belirleyicisi: 0000-0002-7026-6141.

Esere Atıf Şekli: Özlem Ata Polat, “Sermaye Piyasası Hukukunda Açığa Satış İşlemlerinin ve Açığa Satış İşlemlerindeki Sınırlamaların Değerlendirilmesi”, YÜHFD, C.XIX, 2022/Özel Sayı, s.43-82.

providing information flow to the market about the real value of capital market instruments. For this reason, instead of banning short selling transactions completely, there are regulations to carry out within limitations. In our study, the types, benefits and drawbacks of short selling and the reflections of the limitations foreseen in short selling transactions to the regulation in Turkey are examined.

Keywords: *short selling, covered short selling, naked short selling, short selling against the box, synthetic short selling, uptick rule, margin requirements in short selling, transparency in short selling*

I. Giriş

Açığa satış işlemleri, finansal kriz anlarında önemli ölçüde sınırlandırılan, hatta tamamıyla yasaklanan ilk sermaye piyasası işlemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira, bu işlemlerin, düşen pay fiyatlarındaki aşağı yönlü fiyat baskılarını artırarak finansal krizleri derinleştirdiği ve piyasaları istikrarsızlaştırdığı belirtilir. Açığa satışlar daha önce 2008'deki küresel finansal krizle birlikte sınırlamaya ve bir dizi yeni düzenlemeye tabi tutulmuştur. Son olarak da Şubat-Mart 2020'de koronavirüs pandemisi nedeniyle bu sermaye piyasası işlemine önemli sınırlamalar getirildiği görülmüştür.

Finansal krizlerde sıkça adını duyduğumuz açığa satış işlemleri, dünya çapında nam salmış sermaye piyasası skandallarında da sıkça karşımıza çıkmaktadır. Örneğin Şubat 2021'de Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde meydana gelen ve sosyal medyada örgütlenerek açığa satış yatırımcılarının sıkıştırılması sonucu bu yatırımcıların önemli miktarlarda zarar etmesine sebep olan *Gamestop* olayıyla açığa satış işlemi gündem olmuştur. Bunun öncesinde de Haziran 2020'de, Almanya'da meydana gelen ve Almanya'nın en büyük finansal skandallarından biri kabul edilen *Wirecard* skandalında açığa satış işleminden epey söz edilmiştir.

Açığa satış işlemleri, her ne kadar finansal kriz anlarında sınırlandırılan ilk sermaye piyasası işlemlerinden olsa ya da büyük çaplı sermaye piyasası skandallarına konu işlemlerden olsa da yadsınamayacak finansal yararlarının da olduğu bilindiğinden, açığa satışların tamamıyla ve kalıcı olarak yasaklanması yoluna gidilmemektedir¹. Açığa satışları tamamen yasaklamak yerine bu işlemlerin taşıdığı risklerin bertaraf edilmesi için açığa satış işlemlerinin sınırlandırılması, bu işlemlerde katı takas

¹ Açığa satış işleminin tarihçesine ilişkin bkz. Ali İhsan **Karacan**, Sermaye Piyasasında Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, Krediler ile Teminat Sözleşmeleri, İstanbul 2021, s. 283 vd. *YUHFD Cilt. XIX Özel Sayı (2022)*

yükümlülükleri öngörülmesi ve işlemlerin şeffaflıkla izlenmesi yoluna gidilmektedir². Çalışmamızda, dünya sermaye piyasalarında öngörülen açığa satışlar sınırlamalarının ülkemizdeki açığa satış mevzuatına yansımaları incelenmeye çalışılacaktır. Bunun için öncelikle açığa satış işleminin türleri, yararları ve sakıncaları açıklanmaya çalışılacak, daha sonra açığa satış işlemlerinde öngörülen sınırlamalar mevzuatımızdaki karşılıklarıyla birlikte incelenecektir.

II. Açığa Satış İşlemi

Açığa satış (*short selling/short sale*), ayı piyasası olarak adlandırılan ve karamsar ve uzun süre düşüş beklenen piyasalarda dahi yatırımcıların kâr elde etmelerini sağlayan bir yatırım yöntemidir. Açığa satış yatırımcısı, sermaye piyasası aracının fiyatının ileride düşeceği beklentisiyle portföyünde bulunmayan sermaye piyasası araçlarını ödünç alarak şimdiden satar ve sonradan piyasadan satın alarak ödünç verene iade eder. Uzun pozisyonda yatırımcı bir sermaye piyasası aracının fiyatının ileride yükseleceği inancıyla şimdiden, fiyatlar düşük iken bu araçları satın almayı amaçlarken; kısa pozisyon olarak da ifade edilen açığa satış işleminde yatırımcı, sermaye piyasası aracının ileride fiyatının düşeceği inancıyla hareket etmekte ve şimdiden, fiyatlar yüksekken, portföyünde olmayan sermaye piyasası aracını ödünç alarak satmayı, umduğu şekilde fiyatlar düşünce de düşük fiyattan bu araçları satın alıp ödünç verene teslim etmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla, genel bir ifadeyle, açığa satış yatırımcılarının, sahip olmadıkları sermaye piyasası araçlarını satarak kâr etmeyi amaçladıkları söylenebilir.

III. Açığa Satış Yöntemleri

Açığa satış işlemi farklı yöntemlerle yapılabilir. Aşağıda karşılığı olan açığa satış (*covered short sale*), çıplak açığa satış (*naked short sale*), hesaba rağmen açığa satış (*short sale against the box*) yapay açığa satış (*synthetic short selling*) yöntemleri kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.

² Elizabeth **Howell**, “Short Selling Reporting Rules in the EU and the US: A Greenfield Area”, *European Company Law* Volume 12, Issue 2, 2015, s. 80; Nesrin **Akın**, *Sermaye Piyasası Hukukunda Açığa Satış İşlemleri*, I. Ticaret Hukuku Kongresi Bildiri Özetleri, Aristo Yayınevi, İstanbul, Mayıs 2021, s. 111.

1. Karşılığı Olan Açığa Satış (*Conventional/Covered Short Selling*)

Klâsik açığa satış olarak da adlandırılan karşılığı olan açığa satış (*conventional/covered short selling*) yöntemi, yatırımcının elinde olmayan sermaye piyasası araçlarını ödünç alması ve cari fiyattan satması, fiyatların düştüğü sonraki bir tarihte ise bu araçları satın alarak ödünç verene iade etmesidir³. Açığa satılacak araçlar, bir aracı kurum ya da kurumsal yatırımcıdan ödünç alınabilir ya da ülkemizdeki gibi ödünç pay piyasasını işleten Takasbank'tan alınabilir. Sermaye piyasası araçlarının bir bedel karşılığında ödünç alındıktan sonra bu araçların açığa satış emri verilir. Sermaye piyasası araçları ödünç alınarak satış işlemi yapıldığı için, yatırımcının T+2 takas süresi⁴ içinde sermaye piyasası araçlarının tesliminde alıcıya karşı temerrüde düşmesi önlenmiş olur. Temerrüt riskinin daha düşük olması, karşılığı olan açığa satışı, çıplak açığa satıştan ayıran önemli bir noktadır. Sermaye piyasası araçları cari fiyattan satıldığı ve fiyatlar düşünce tekrar satın alınıp ödünç verene iade edildiği için, alım ve satım fiyatı arasındaki farktan ödünç alma bedeli düşüldükten sonra kalan miktar yatırımcının kârını oluşturur.

2. Karşılığı Olmayan (Çıplak) Açığa Satış

Karşılığı olmayan açığa satışta (*naked/uncovered short selling*) yatırımcı açığa satmak istediği sermaye piyasası araçlarına sahip değildir ve sahip olmadığı sermaye piyasası araçlarını, ödünç almadan ya da ödünç almayı taahhüt etmeden satış emri verir. Yatırımcı, satış emri verdikten sonra bu araçları piyasadan satın ya da ödünç almayı amaçlar. Yatırımcı, takas süresi içinde bu sermaye piyasası araçlarını alıcıya teslim edemediği durumda temerrüt gerçekleşir. Dolayısıyla, temerrüt riskinden ötürü, düzenleyici otoritelerin en fazla endişe duydukları açığa satış yöntemi budur⁵. Öte

³ Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü IOSCO'nun Açığa Satış Düzenlemesi Nihai Raporu, 2009, s.23, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2022). Ayrıca bkz. Elizabeth **Howell**, "Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis", *Journal of Corporate Law Studies* 333, 16 (2), 2016, s. 3; **Karacan**, s. 288; Tuğba **Çakın**, *Impacts of Short Selling Restrictions on Stocks Traded At Borsa Istanbul*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014, s. 7.

⁴ Piyasada gerçekleştirilen işlemlerin takas günü, işlem gününü takip edeb ikinci iş günüdür (T+2). Bu konuda bkz. Özlem **Ata**, *Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması*, İstanbul 2020, s. 24, dn. 52.

⁵ IOSCO'nun Açığa Satış Düzenlemesi Nihai Raporu, 2009, s. 23; Oscar **Bernal/Astrid Herinckx/Ariane Szafarz**, "Which Short-Selling Regulation Is the Least Damaging to Market Efficiency? Evidence from Europe" *International Review of Law and Economics*, Vol. 37, 244-256, 2014, s. 9; **Howell**, *Short Selling Restrictions*, s. 3; **Çakın**, s. 8; Emre *YUHFD Cilt. XIX Özel Sayı (2022)*

yandan bu riskin, katı takas yükümlülükleri getirilmesi ve temerrüt halinde ağır yaptırımlar öngörülmesi yoluyla bertaraf edilmesi mümkündür⁶.

Yatırımcıların çıplak açığa satış gerçekleştirilmelerinin temel sebebi, karşılığı olan açığa satışıdaki ödünç bedelinin maliyetinden kaçınmaktır. Fakat, çıplak açığa satış yoluyla çok hızlı ve yüksek hacimli işlemlerle piyasanın yapay olarak baskı altına alınması olasılığı vardır⁷. Zira, bu satış yönteminde yatırımcı, sahip olmadığı sermaye piyasası araçlarının satışını gerçekleştirdiği için bu araçların arzını yapay olarak artırmaktadır. Böylece, fiyatların manipüle edilmesi de kolaylaşmaktadır. Bu nedenle, çıplak açığa satışın karşılığı olan açığa satışa göre fiyat oynaklığını arttırdığı eleştirileri mevcuttur⁸.

3. Hesaba Rağmen Açığa Satış

Hesaba rağmen açığa satış (*short sale against the box*) yönteminde yatırımcı açığa satmak istediği sermaye piyasası araçlarına sahiptir. Sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının açığa satışı emrini verir; ancak takas yükümlülüğünü sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının teslimi ile gerçekleştirmez, ödünç almak suretiyle gerçekleştirir. Bu durumda yatırımcı, bir hesabında aynı sermaye piyasası araçları için uzun pozisyona sahipken diğer hesabında açığa satış pozisyonuna sahiptir.

Hesaba rağmen açığa satış, yatırımcının elindeki sermaye piyasası araçlarının fiyatının ani düşüşünden korunmak (*hedging*) amacıyla yapılabilir⁹. Örneğin, yatırımcının elinde bulundurduğu payların değerinin kısa süreli düşeceğini öngörmesi, ancak uzun vadede bu payların önceki değerine ulaşacağı inancından ötürü bunları elden çıkarmak istememesi, böylece oy hakkı başta olmak üzere paya bağlı haklarını da kullanmaya devam etmesi yatırımcıyı hesaba rağmen açığa satışa yönelten sebeplerdendir. Yatırımcının vergi yükümlülüğünü erteleme amacı da hesaba rağmen açığa satış yapılmasının sebebi olabilir. Aynı örnekten devam edildiğinde ve yatırımcının elindeki payların satılması durumunda

Kesici, Açığa Satış İşlemleri ve 2008 Finansal Kriz Sonrası SEC Düzenlemeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, No 7, 2011, s. 11; **Karacan**, s. 289; Serkan **Karabacak**, Açığa Satış İşlemleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, İstanbul 2002, s. 11; Gökben **Altaş**, “Açığa Satış”, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 101, Ocak 2011, s. 10.

⁶ Jennifer **Payne**, “The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe”, European Business Organization Law Review, Volume 13, 2012, s. 417.

⁷ **Kesici**, s. 11.

⁸ **Howell**, Short Selling Restrictions, s. 8; **Kesici**, s. 12.

⁹ **Karabacak**, s. 12; Mine **Aksoy**, Açığa satış, menkul kıymet ödünç işlemleri, Türkiye ve Dünya uygulamalarının karşılaştırılması, Kadir Has Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2008, s. 23.

yüksek miktarda kâr edeceği ve dolayısıyla bu kârın vergi yükümlülüğü de doğuracağı varsayıldığında, yatırımcının vergi yükümlülüğünü ertelemek amacıyla elindeki payları satmaması, ancak ani düşüşe karşı yatırımını korumak amacıyla da açığa satış emri vermesi söz konusudur. Böylece yatırımcı, o andaki hesap yılında uzun pozisyonunu kapatmadığı için vergi borcunu erteler; ancak açığa satış pozisyonuyla da olası fiyat düşüşlerine karşı yatırımını korumuş olur¹⁰.

4. Yapay Açığa Satış

Yapay açığa satış (*synthetic short selling*) yöntemi esasen gerçek bir açığa satış işlemi olmayıp, açığa satış ile hedeflenen sonuca türev araçlar yoluyla ulaşılmasıdır. Açığa satış işlemiyle fiyatı düşen bir sermaye piyasası aracının satılarak kazanç elde etme amacı güdülmekte ve yapay açığa satış yöntemiyle bu amaca türev araçlar yoluyla ulaşılmaktadır. Yapay açığa satış, türev araçlardan olan opsiyon sözleşmeleriyle açığa satış sonucu elde edilecek kazancın açığa satış işlemi yapılmaksızın elde edilmesi olarak ifade edilebilir. Bu anlamda açığa satış işlemi ve opsiyon sözleşmeleri, birbirlerini tamamlayan ya da birbirine alternatif olarak kullanılabilen yatırım yöntemlerindedir¹¹. Opsiyon sözleşmeleri, açığa satışın sağlayacağı getirinin açığa satış yapılmaksızın elde edilmesinde de kullanılmakta ve gerçek bir açığa satış yöntemi olmaması nedeniyle buna, yapay (sentetik) açığa satış da denilmektedir.

Opsiyon sözleşmesi (cayılabilir vadeli işlem sözleşmesi) bir varlığın kararlaştırılan fiyattan ileriki bir tarihte satma hakkının ya da satın alma hakkının (opsiyon hakkını) satılmasıdır. Satma ya da satın alma hakkına karşılık karşı tarafa prim olarak adlandırılan bir bedel ödenir. Sahibine, bir

¹⁰ Simon D. **Ulcickas**, “Internal Revenue Code Section 1259: A Legitimate Foundation for Taxing Short Sales Against the Box or a Mere Makeover?”, 39 William & Mary Law Review 1355, 1998, s. 1361; **Karabacak**, s. 12; **Aksoy**, s. 23; **Karacan**, s. 287. ABD’de 1997 yılında, Vergi Mükellefi Muafiyet Yasası (*Taxpayer Relief Act*)’nın bir parçası kabul edilen Vergi Yasası (*Internal Revenue Code*) §1259 yürürlüğe girmiştir. Bu düzenleme, sermaye kazanç vergisini erteleme amacına dayanan hesaba rağmen açığa satış işlemi engellemeyi amaçlamıştır. Yatırımcının hâlihazırda elinde olan sermaye piyasası araçlarını ödünç alarak açığa satış emri verdiği durumda bu sermaye piyasası araçlarının “satıldığını” kabul ederek o hesap döneminde vergilendirilmesini öngörmüştür. Böylece, hesaba rağmen açığa satış işlemine vergi yükümlülüğünün ertelenmesi amacıyla başvurulmasının uygulamada bir anlamı kalmamıştır. Bu konuda bkz. **Ulcickas**, s. 1355; Frank G. **Colella**, “Pinch-Hitting for the IRS: Second Circuit Adopts Phantom Regulations to Curb a Monster Abuse of Financial Derivatives”, 4 Bus. Entrepreneurship & Tax L. Rev. 26, 2020, s. 2.

¹¹ Mine **Aksoy/Engin Kurun**, “Hisse Senetlerinde Açığa SATış İşleminin Alternatifi Olarak Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanımı ve Türk Sermaye Piyasası İçin Öneriler”, Maliye ve Finans Yazıları, Y. 26, S. 94, Ocak 2012, s. 45.

varlığı, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte satın alma hakkı sağlayan opsiyon hakkına alım opsiyonu (*call option*), satma hakkı sağlayan opsiyon hakkına ise satım opsiyonu (*put option*) denir. Opsiyon hakkı, sözleşmede kararlaştırılan süre içinde kullanılmazsa opsiyon hakkı sahibi ödediği prim oranında zarar eder. Dolayısıyla, opsiyon hakkı sahibi karşı tarafa göre daha az risk altındadır. Çünkü, opsiyon sözleşmesi satan taraf, varlığın fiyatının beklediği yönün aksine değişmesi durumunda, opsiyon hakkı sahibinin opsiyon hakkını kullanmasıyla önceden öngörülemeyen miktarda zarara uğrama riski altındadır¹².

Opsiyon sözleşmeleri, açığa satış yapan yatırımcının açığa satışın risklerinden korunmak amacıyla, başka bir deyişle açığa satış işlemine tamamlayıcı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Örneğin pay ödünç alarak açığa satış yapan yatırımcı, payın fiyatının vade sonuna kadar düşme beklentisindedir. Ancak, payın fiyatının vade sonunda artması olasılığına karşılık, açığa satış yanında payın alım opsiyonunu da satın alarak, payın fiyatının artması riskinden korunma yolunu seçebilir¹³. Görüldüğü üzere yatırımcı, açığa satış işleminin riskinden korunmak için, alım opsiyonu da satın alarak, payı, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden ileriki bir tarihte satın alma hakkını da satın alır. Böylece, yatırımcının beklentisinin aksine payın fiyatı artmış olsa da yatırımcı, alım opsiyonunu kullanarak payı düşük fiyattan satın alabilir.

Opsiyon sözleşmeleri, açığa satış işlemine alternatif olarak da gerçekleştirilmektedir. Bilindiği üzere, karşılığı olan açığa satışlarda yatırımcının, ödünç verene ödünç bedeli vermesi gerekir. Bu ödünç maliyetine katlanmak istemeyen yatırımcı, açığa satışın alternatifi olarak satım opsiyonu satın alabilir¹⁴. Yatırımcı, burada da belirli bir payın fiyatının gelecekte düşeceği beklentisindedir. Ancak açığa satış yapmak yerine, payın gelecekte olmasını beklediği fiyattan daha yüksek bir fiyata bu payı satma hakkını satın alabilir. Bu hakkı satın aldığı için karşılığında karşı tarafa bir bedel (prim) öder. Eğer yatırımcının beklentisi yönünde, gelecekteki tarihte payın fiyatı düşmüşse, yatırımcı opsiyon sözleşmesinde kararlaştırılan yüksek bedelden bu payları karşı tarafa satma hakkını kullanır ve kâ eder. Eğer yatırımcının beklentisinin aksine gelecekteki tarihte payın fiyatı yükselmişse, yatırımcı satım opsiyonunu kullanmaz ve ödediği prim

¹² Opsiyon sözleşmeleriyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. İsmail **Kırca**, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon sözleşmeleri, Ankara, 2000, s.186; Yusuf Gökhan **Penezoğlu**, Hukuki Yönüyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004, s.8.

¹³ **Aksoy/Kurun**, s. 51, 52; **Altaş**, s. 9.

¹⁴ **Aksoy/Kurun**, s. 51.

kadar zarar eder. Bu örnekte, yatırımcının beklentisi yönünde, gelecekteki tarihte payın fiyatı düşmüşse, yatırımcının opsiyon sözleşmesinde kararlaştırılan yüksek bedelden bu payları karşı tarafa satma hakkını kullanması durumunda sözleşmenin karşı tarafı payın fiyatının düştüğü oranda zarar edeceğinden, burada da sözleşmenin karşı tarafı bu zarardan korunmak amacıyla spot piyasada payları açığa satabilir¹⁵. Bu son durum, bir üst paragrafta belirtilen örneğin tersidir. Çünkü burada, örnekteki gibi opsiyon sözleşmesi açığa satış işleminin riskinden korunma amacıyla yapılmamakta, aksine, açığa satış işlemi opsiyon sözleşmesinin riskinden korunma amacıyla yapılmaktadır.

Yatırımcının, açığa satış işlemi yapmaksızın payın fiyatının düşeceği beklentisiyle kazanç elde etmesinin bir başka yolu ise, bir üst paragrafta açıklananın aksine karşı taraftan satın opsiyonu sözleşmesi satın almak yerine karşı tarafa alım opsiyonu satmasıdır¹⁶. Zira, bir payın fiyatının düşeceği beklentisinde olan yatırımcı, gelecekteki tarihte payın fiyatı düştüğü durumda karşı tarafın opsiyon sözleşmesinde kararlaştırılmış yüksek fiyat üzerinden alım opsiyonunu kullanmayacağı ve böylece karşı tarafın alım opsiyonunu satın almak için ödediği primin de yatırımcının kazancı olacağı düşüncesindedir. Ancak, eğer yatırımcının beklentisinin aksine payın fiyatı yükselirse, karşı tarafın alım opsiyonunu kullanması durumunda yatırımcının zararı sınırsız olur. Burada da opsiyon sözleşmesi açığa satış işleminin alternatifi olarak kullanılmaktadır.

Görüldüğü üzere, açığa satış işlemlerinin yasaklandığı ya da önemli ölçüde sınırlandırıldığı bir piyasada yatırımcı, sermaye piyasası aracının fiyatının gerçek değerinden yüksek olduğunu düşünüyorsa, bu bilgisini opsiyon sözleşmeleriyle de yatırım kararına çevirebilir. Opsiyon sözleşmesinin açığa satış işleminin alternatifi olarak kullanılabilmesi, açığa satışın yasak olduğu ya da açığa satışların önemli ölçüde sınırlandırıldığı bir piyasada bu işlemle hedeflenen sonuca opsiyon sözleşmesiyle ulaşılmasına yol açabilir¹⁷.

IV. Açığa Satış İşleminin Yararları

Açığa satışların en önemli yararlarından biri, piyasa likiditesi sağlamasıdır. Uzun pozisyonlar genelde piyasaların yükseliş eğiliminde olduğunda alınır. Açık pozisyonlarda ise düşüş eğilimindeki sermaye

¹⁵ Aksoy/Kurun, s. 51, 54.

¹⁶ Aksoy/Kurun, s. 51, 54.

¹⁷ Elizabeth Howell, "The Regulation of Short Sales: A Politicised Topic", Law and Financial Markets Review, 12:4, 2018, s. 203.

YUHFD Cilt. XIX Özel Sayı (2022)

piyasası araçları satılıp, daha sonra piyasadan alınarak açık pozisyonlar kapatıldıkları için bu işlemler işlem hacminin ve likiditenin artmasına yardımcı olur¹⁸.

Açığa satış yatırımcıları, özellikle gerçek değerinden yüksek fiyatlanmış payları açığa satarak kâr etmeyi amaçladıklarından, piyasadaki balon fiyatlı payları bulmaya çalışırlar. Böylece açığa satılan sermaye piyasası araçlarının gerçek değerinden yüksek fiyatlandığı bilgisi piyasaya sunulur ve nihayetinde fiyatların gerçek seviyesine gelmesi sağlanabilir. Bu nedenle açığa satışlar piyasadaki bilgi asimetrisinin azalmasına yardımcıdır¹⁹. Öte yandan, açığa satışlarla sermaye piyasası araçlarının fiyatının düşüşünden kâr edilmek istendiğinden, açığa satış yatırımcıları fiyatların düşmesi için piyasa bozucu hareketlerde bulunabilmektedir. Bu nedenle açığa satışlar sermaye piyasası otoriteleri tarafından piyasa manipülasyonu kabul edilebilmekte²⁰; açığa satış yatırımcıları piyasa manipülasyonu yapmakla suçlanabilmektedir. Örneğin, Almanya’da Haziran 2020’de meydana gelen ve Almanya’nın en büyük finansal skandallarından biri kabul edilen *Wirecard* skandalında, ödeme kuruluşu ve finansal hizmet sağlayıcı *Wirecard* şirketinin yavru şirketlerinde muhasebe usulsüzlükleri olduğu ancak bunların şirketin finansal tablo ve raporlarına yansımadağı gerekçesiyle paylarının gerçek değerinden daha yüksek fiyatlandığı haberleri basında yer almış, fakat Alman sermaye piyasası otoritesi BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) payları açığa satan yatırımcıları ve haberi basına yansıtan gazetecileri piyasa manipülasyonu yapmakla suçlamıştır. Şirket paylarının fiyatının düşmesi nedeniyle BaFin, *Wirecard AG* paylarının açığa satışını iki ay süreyle yasaklamıştır. Fakat en nihayetinde, *Wirecard*’ın iflas başvurusuyla finansal durumunun gerçekte gösterildiğinden çok daha kötü olduğu ortaya çıkmış ve şirket yöneticisi tutuklanmıştır²¹. Görüldüğü üzere, bu sermaye piyasası işlemi çoğu zaman

¹⁸ IOSCO’nun Açığa Satış Düzenlemesi Nihai Raporu, 2009, s. 4; **Altaş**, s. 10.

¹⁹ Edward M. **Miller**, “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, *Journal of Finance* 32, 1977, s. 1166; Douglas W. **Diamond**/Robert E. **Verrecchia**, “Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information”, *Journal of Financial Economics* 18, 1987, s. 277; Jennifer **Payne**, s. 413, 418.

²⁰ Ali Hakan **Evik**, *Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları*, Ankara 2004, s.173.

²¹ Açığa satış işleminin yararlarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Aksoy**, s. 24; **Karacan**, s. 287; Gianfranco **Siciliano**/Marco **Ventoruzzo**, “Banning Cassandra from the Market? An Empirical Analysis of Short-Selling Bans during the Covid 19 Crisis”, *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 532/2020*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3657375, July 14, 2020, s. 2-3.

sermaye piyasası otoriteleri tarafından manipülasyonla ilişkilendirilse de piyasaya bilgi akışı sağlaması ve payların gerçek değerine gelmesi açısından yararlıdır.

Açığa satışların bir diğer yararı, olası fiyat düşüşlerinde korunma (*hedging*) sağlamasıdır²². Diğer yatırım yöntemlerinin risklerinden korunmak amacıyla açığa satış yapılabilir. Daha önce de belirtildiği üzere, açığa satış işlemleri opsiyon sözleşmesinin risklerinden korunmak amacıyla da yapılmaktadır²³. Bunun yanında, hesaba rağmen açığa satış da riskten korunma amacıyla yapılabilir²⁴. Özellikle karşılığı olan açığa satış yöntemi, karşılığı olmayan açığa satış yöntemindeki gibi temerrüt riski de taşımadığından riskten korunma amacıyla kullanılabilir.

V. Açığa Satış İşleminin Sakıncaları

Açığa satışların en önemli sakıncalarından biri açığa satış yatırımcısının olası zararının sınırsız olmasıdır. Şöyle ki; uzun pozisyonda, payın fiyatı yatırımcının beklediği gibi yükselmez ve düşerse, en kötü ihtimalle sıfırlanırsa; yatırımcı en fazla payı alırken ödediği bedel kadar zarar eder. Fakat açığa satışta, payın fiyatı yatırımcının beklentisinin aksine düşmez ve yükselirse, payın fiyatının yükseleceği bir sınır olmadığı için, yatırımcının zararının da sınırı yoktur. Bu nedenle, açığa satış pozisyonu uzun pozisyondan daha risklidir.

Açığa satış yatırımcıları piyasadaki balon fiyatlı pay arayışına girip bu payları açığa satmayı amaçladıklarından, açığa satışların payların fiyatını düşürdüğü ve piyasayı kötü yönlü etkilediği belirtilir. Zira, iyi bir sermaye piyasasında payların yüksek seviyelerden işlem görmesi beklediği için, fiyatları aşağı çeken açığa satışların piyasayı olumsuz etkilediği söylenir. Daha önce de ifade edildiği üzere²⁵, gerçek değerinden yüksek fiyatlanmış bir payın açığa satılması, piyasa fiyatının gerçek değerine gelmesi için gerekliken; gerçek değerindeki bir payın fiyatının, piyasaya yanlış bilgi yayılarak, açığa satışlar ile yapay olarak düşürülmeye çalışılması piyasa dolandırıcılığına (piyasa manipülasyonuna) yol açar. Gerçekten de son yıllarda dünyada yaşanan piyasa dolandırıcılıklarından birçoğu, açığa satış yatırımcılarının söz konusu şirketle ilgili yanlış ya da yanıltıcı olumsuz bilgiler yaymaları sonucu meydana gelmiştir. Bir şirketin paylarının fiyatının, şirketle ilgili yanlış ancak olumlu bilgilerin piyasaya yayılmasıyla

²² IOSCO'nun Açığa Satış Düzenlemesi Nihai Raporu, 2009, s. 4.

²³ Bkz. Yukarıda, "4. Yapay Açığa Satış".

²⁴ Bkz. Yukarıda, "3. Hesaba Rağmen Açığa Satış".

²⁵ Bkz. Yukarıda, "IV. Açığa Satış İşleminin Yararları".

yükseltildikten sonra payların satılıp ekonomik kazanç elde edilmesi (*pump and dump*) gibi bunun tersi olan, şirketin payları açığa satılarak ve şirket hakkında da yanlış olumsuz bilgiler piyasaya yayılarak payların değerinin düşmesinin sağlanması ve açığa satıştan kazanç elde edilmesi de (*trash and cash*) piyasa dolandırıcılığıdır²⁶. Mevzuatımızda da bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı suç kabul edilmiştir (SerPK m. 107/2).

Açığa satışların bir başka sakıncasının, açığa satış yatırımcılarının sıkıştırılmasıyla (*short squeeze*) piyasanın dengesinin bozulmasına yol açması olduğu söylenir. Açığa satışçıların sıkıştırılması, belirli bir sermaye piyasası aracında açığa satış yapıldığını öğrenen diğer yatırımcıların, o sermaye piyasası aracını piyasadaki fiyatlarının yükselmesini sağlaması ve açığa satışçıların ödünç sözleşmesindeki vadede teslimi gerçekleştirebilmek için bunları yüksek fiyattan piyasadaki almalarına neden olarak zarara uğramalarının amaçlanmasıdır. Şubat 2021’de ABD’de meydana gelen *Gamestop* olayında, açığa satış yatırımcılarının bu şekilde sıkıştırılmasıyla büyük zarara uğramalarına sebebiyet verilmiştir²⁷.

VI. Türkiye’de Açığa Satış İşlemlerine İlişkin Mevzuat

Ülkemizde açığa satışlar ilk kez Kurul’un 27.12.1994 tarihli Seri: V No: 18 sayılı Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği²⁸ ile ikincil mevzuatta düzenlenmiştir. Daha sonra şu anda yürürlükte olan Seri: V, No: 65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği²⁹ kabul edilmiştir. Bunun yanında, Borsa

²⁶ Avrupa Birliği’nin 16 Nisan 2014’te kabul edilen 596/2014 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Düzenlemesi (*Market Abuse Regulation*)’ne ek olarak kabul edilen 2016/522 sayılı ek düzenlemenin (*Commission Delegated Regulation*) Ek II, Bölüm 2, 4/d maddesinde de “*trash and cash*” davranışı açıkça piyasa manipülasyonu olarak nitelendirilmiştir. Açığa satış yatırımcılarının aynı zamanda şirkete ilişkin yanlış bilgi yayması yoluyla payların fiyatının önemli oranda düşürüldüğü Almanya’daki örneklere ilişkin bkz. Thomas M.J. Möllers, “Market Manipulation Through Short Selling Attacks and Misleading Financial Analyses”, *The International Lawyer*; Chicago Vol. 53, Iss. 1, 2020, s. 93-94.

²⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Usman W. Chohan, “Counter-Hegemonic Finance: The Gamestop Short Squeeze”, January 28, 2021, s. 1; Jonathan R. Macey, “Securities Regulation as Class Warfare”, *Columbia Business Law Review*, Forthcoming, February 20, 2021, s. 1.

²⁸ RG. T. 27.12.1994 S. 22154.

²⁹ RG. T. 14.07.2003 S. 25168.

İstanbul bünyesindeki prosedürlerde ve yönergelerde de açığa satışa ilişkin düzenlemeler yer almaktadır.

Yürürlükteki Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ, mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (ESerPK) döneminde, 2003 yılında kabul edilmiştir. ESerPK ise bildindiği üzere 2012 yılının sonunda mülga olmuş ve bunun yerine AB düzenlemeleriyle ve sermaye piyasasının teknik ve dinamik yapısıyla uyumlu güncel bir sermaye piyasası kanunu kabul edilmiştir. Buna rağmen, ESerPK döneminde çıkarılan Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ hâlen yürürlükte olup açığa satışlarla ilgili en önemli düzenlemedir. SerPK m. 39/7 uyarınca Kurul, açığa satış işlemlerine ilişkin ilke ve esasları belirlemeye yetkilidir, ancak SerPK'nın yürürlüğünden itibaren geçen yaklaşık on yıl boyunca yeni bir açığa satış tebliği çıkarılmamıştır. Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ, çıkarıldığı 2003 yılından itibaren on dokuz yıl boyunca birçok değişikliğe uğramış ancak bu değişiklikler tebliğdeki temel kavram ve kurumların SerPK ile uyumlu hâle getirilmesinde yeterli olmamıştır. Bu nedenle, on dokuz yıldır yürürlükte olan ve özellikle SerPK ile kabul edilen güncel düzenlemelerle uyumlu olmayan Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ'in yerine, sermaye piyasasının dinamik yapısı uyarınca SerPK'daki kavram ve kurullarla uyumlu bir düzenleme öngörülmesi gerektiği kanaatindeyiz.

SerPK ile Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ arasındaki uyumsuzluklardan biri³⁰, açığa satışa aracılık hizmetinin hukuki niteliği konusunda görülmektedir. SerPK ile, hukukumuzda yeni bir kavram olan “yan hizmetler” kavramı AB'nin Finansal Arac Piyasaları Yonergesi (*MiFID*)'ne uyum sağlamak amacıyla kanunda yerini almış³¹ ve hukukumuzda ilk kez yatırım hizmeti ve yan hizmet ayrımına gidilmiştir³². Yatırım hizmet ve faaliyetleri SerPK m. 37'de düzenlenir ve bu faaliyetlerin yerine getirilmesi için yatırım kuruluşlarının Kurul'dan izin alarak yetki belgesine sahip olması gerekir (SerPK m. 37, m. 39/1). Yan hizmetler ise SerPK m. 38'de gösterilmiştir. Yatırım kuruluşlarının yan hizmetleri sunabilmesi için ayrıca bir yetki belgesine gerek yoktur, yalnızca Kurul'a bildirimde bulunulması

³⁰ Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ ile SerPK arasında birçok uyumsuzluk göze çarpmakla birlikte, bu başlık altında açığa satışa aracılık hizmetinin hukuki niteliği konusundaki tespitimize yer verilecektir. Tespit edebildiğimiz diğer uyumsuzluklara ise çalışmanın ilgili kısımlarında değinilecektir.

³¹ Bkz. SerPK 38. madde gerekçesi.

³² Yatırım hizmet ve faaliyeti ile yan hizmetler kavramlarına ilişkin görüşler ve ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Burçak Yıldız, Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri, Ankara 2015, s.63.

yeterlidir (SerPK m. 39/2; III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ³³ m. 7).

Yatırım kuruluşları tarafından sunulan ve müşterilerinin açığa satış işlemlerinin gerçekleştirildiği açığa satışa aracılık hizmetinin ise bir yatırım hizmet ve faaliyeti mi yoksa yan hizmet mi olduğuna ilişkin ne SerPK’da ne de III-37.1 sayılı Tebliğ’de açık düzenleme vardır. Yalnızca SerPK m. 38/1-b’de yan hizmet olarak sıralanan hizmetlerden biri de “*Proje finansmanı dahil olmak üzere Kurulca belirlenecek hizmet ve faaliyetlerde, kambiyo düzenlemeleri saklı kalmak kaydıyla, kredi ya da odunc verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması*”dır. Fakat bu düzenlemedeki “kredi ya da ödünç verilmesi” ifadesinden açığa satış hizmetinin de yan hizmet olarak nitelendirildiği sonucuna açıkça ulaşılammaktadır.

III-37.1 sayılı Tebliğ’de “*Yan Hizmetlerin Sunulması*” üst başlıklı ve “*Kredi ya da odunc verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması*” kenar başlıklı m. 72/1’de ise “*sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış ve odunc alma ve verme işlemlerine ilişkin ilke ve esaslar Kurul tarafından ayrıca belirleneceği*” belirtilmektedir. Bu düzenleme uyarınca, açığa satış hizmetinin yan hizmet kabul edildiğini yorum yoluyla söylemek mümkündür. Öte yandan, Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 4’te sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesine sahip aracı kurumların Kurul’dan ayrıca izin almaksızın kredili alım, açığa satış ve odunc alma ve verme işlemlerine aracılık edebileceği belirtilmiştir. Bu düzenlemeye göre, yalnızca alım satım aracılık yetki belgesine sahip yatırım kuruluşları açığa satışa aracılık hizmeti verebilirler. Oysa, SerPK ve III-37.1 sayılı Tebliğ uyarınca yan hizmetler, yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından ayrıca bir yetki belgesi alınmasına gerek olmadan Kurul tarafından belirlenen esaslara göre yerine getirebilir (SerPK m. 39/2, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 7/1). Görüldüğü üzere, açığa satış hizmetinin bir yan hizmet olarak kabul edilmesi durumda da Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ ile SerPK ve III-37.1 sayılı Tebliğ arasındaki uyumsuzluk açıktır. Tüm bu nedenlerle, yatırım kuruluşlarının sunduğu açığa satışa aracılık hizmetinin bir yatırım hizmet ve faaliyeti mi yoksa yan hizmet mi olduğu yönünde SerPK’da açık düzenleme yapılması ve Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ’in SerPK ve ilgili mevzuat ile uyumlu hâle getirilmesi gerektiği kanaatindeyiz³⁴.

³³ RG. T. 11/7/2013 S. 28704.

³⁴ Nitekim bkz. **Ata**, s. 212-214.

Açığa satış işlemi, en çok payların açığa satışıyla yapılmaktadır. Ancak, çeşitli ülke hukuklarına göre döviz, emtia ve tahviller gibi farklı sermaye piyasası araçlarının da açığa satışı yapılabilir.

Ülkemizde, Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 6/1 uyarınca borsalar ve teskilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarından kredili alım ve açığa satış işlemlerine konu olacaklar ilgili borsanın yetkili organları tarafından piyasa kapitalizasyonu, likidite, dolayısıyla bulunan pay sayısı, işlem sıklığı ve bu gibi hususlar dikkate alınmak suretiyle bir veya birden fazla gruba ayrılarak listelere alınır, Kurul'a bildirilir ve Kurul'un onayını muteakip ilan edilir.

Borsa İstanbul A.Ş. Pay Prosedürü ve Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi uyarınca³⁵, Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören paylar, buna ek olarak borsa yatırım fonu katılma belgeleri hem kredili alıma hem de açığa satış işlemine konu olabilir. Açığa satış işleminin gerçekleştirileceği aracı kurum tarafından bu sermaye piyasası araçları arasından uygun olanlar belirlenir. Böylece, derinliği ve piyasa kapitalizasyonu düşük payların açığa satışa konu edilmemesiyle fiyat hareketleri anlık işlemlere duyarlı ve etkin bir piyasa olmayan payların kaldıraçlı işlemlere olanak tanıyan açığa satış imkanından yararlanılarak manipülatif işlemlere yol açması engellenmeye çalışılmaktadır. Varantlarda, sertifikalarda, sahipliğe dayalı kira sertifikalarında, gayrimenkul yatırım fonlarında ve girişim sermayesi yatırım fonlarında kredili alım ve açığa satış işlemi yapılamaz. Gayrimenkul sertifikalarında ise kredili alım yapılabilmeyle birlikte açığa satış işlemi yapılamaz³⁶.

³⁵ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Prosedürü N. 5.8.4, Onay Tarihi: 01/03/2016 Revizyon Tarihi: 10/01/2022 <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-proseduru.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2022); Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi m. 39, Onay Tarihi: 15/10/2015 Revizyon Tarihi: 10/01/2022 <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

³⁶ Bununla birlikte, SPK'nın 11/02/2021 tarih ve 7/211 sayılı Kararı kararı uyarınca yapılan duyuruya göre Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasalarında ikinci bir duyuru yapılınca kadar Borsa İstanbul BIST-50 Endeksi dışında kalan paylarda açığa satış işlemleri yasaktır. Daha önce 28.02.2020 tarihinde SPK'nın kararıyla SerPK'nın 1. maddesi çerçevesinde, sermaye piyasalarının güvenilir, şeffaf, istikrarlı bir ortamda işleyişinin sağlanması ile yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını teminen, SerPK m. 128/1-(a)'ya dayanarak, BIST pay piyasalarında açığa satış işlemleri yasaklanmıştı. Daha sonraki bir kararda ise (30/06/2020 tarihli ve 39/798 sayılı Kurul kararı) yalnızca BIST-30 Endeksindeki paylarda açığa satışa izin verilmişti.

VII. Açığa Satış İşlemlerine Yönelik Sınırlamalar ve Bu Sınırlamaların Mevzuatımızdaki Yansımaları

Açığa satış işlemlerinin sözü edilen sakıncaları olsa da yararları da bulunduğu; dünya sermaye piyasalarında genellikle açığa satışların kalıcı olarak yasaklanması yoluna gidilmemekte; bunun yerine, finansal krizlerde geçici olarak yasaklanmakta ve belirli yöntemlerle sınırlandırılmaktadır. Aşağıda, açığa satış işlemlerinin sınırlandırılması için kabul edilen yöntemler, ülkemiz sermaye piyasası düzenlemeleri de dikkate alınarak incelenmeye çalışılacaktır.

1. Karşılığı Olmayan (Çıplak) Açığa Satış Yasağı

Karşılığı olmayan açığa satış, sahip olunmayan, ödünç de alınmayan ve ödünç alma taahhüdünde de bulunulmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasıdır³⁷. Satılan sermaye piyasası araçlarının karşılığı bulunmadığı için, takas günü teslimin yapılamaması ve temerrüdün gerçekleşmesi daha olasıdır. Bu nedenle birçok ülkede karşılığı olmayan açığa satışların tamamen ya da bazı sermaye piyasası araçları için yasaklanması yoluna gidilmektedir. Avrupa Birliği (AB)'nin 1 Kasım 2012 tarihinden bu yana yürürlükte olan 236/2012 sayılı açığa satış işlemlerine ilişkin düzenlemesi, karşılığı olan açığa satışlarla karşılığı olmayan açığa satışları net biçimde ayırmaktadır. Payların, devlet tahvillerinin ve kredi temerrüt swapının (*credit default swap - CDS*) karşılığı olmadan açığa satılmasına önemli sınırlamalar getirerek, bunların karşılığının gösterilmeden (yerine koyma - *locate* kuralı) açığa satışına izin vermemektedir³⁸.

ABD'de de, açığa satış işlemlerindeki takas riskini azaltmak ve çıplak açığa satışın yaratabileceği manipülasyonu önlemek amacıyla getirilen SHO düzenlemesi³⁹, yerine koyma (*locate*) kuralını getirmiştir. Yerine koyma kuralıyla birlikte getirilmiş sıkı takas yükümlülükleri, payların çıplak açığa satışının *de facto* yasak olması anlamına gelmektedir⁴⁰. SHO'nun 200. maddesi, bir aracı kurumun emri ya uzun pozisyon ya açığa satış ya da açığa

³⁷ Bkz. "III. 2. Karşılığı Olmayan (Çıplak) Açığa Satış".

³⁸ Bkz. AB'nin 236/2012 sayılı Açığa Satış İşlemlerine İlişkin Düzenlemesi, m. 12, 13, 14 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0236> (Erişim Tarihi: 06.01.2022). Ayrıntılı bilgi için bkz. **Payne**, s. 413-440; **Howell**, Short Selling Restrictions, s. 10.

³⁹ Bkz. Commission Release 34-50103, "Short Sales" (Temmuz 2004) (the "Adopting Release"), <http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm> (Erişim Tarihi: 06.01.2022); **Aksoy**, s. 124.

⁴⁰ **Howell**, Short Selling Restrictions, s. 37-38.

satıştan muaf olarak işaretlemesini öngörür⁴¹. Eğer aracı kurum emri açığa satış olarak işaretleyecekse, yatırımcının aynı zamanda açığa satılacak sermaye piyasası aracının yerine koyma kuralına göre karşılığını (yerini) da göstermesi gerekir. Bu kural, aracı kurumun, açığa satışı yapılan sermaye piyasası aracının yatırımcı tarafından ödünç alındığına, ödünç alınma taahhüdünde bulunulduğuna ya da ödünç alınabileceğine dair haklı gerekçeye sahip olmasını şart kılar (SHO m. 203(b))⁴². Dolayısıyla, yerine koyma kuralı, açığa satış yatırımcısının, açığa satmak istediği sermaye piyasası aracını, takas yükümlülüğünü yerine getirebilmek için, nereden ödünç alacağına dair bir kaynak göstermesi gerekliliği, bu kaynak gösterilene kadar ise açığa satıştan men edilmesidir. Bu nedenle, ABD’de açığa satış yatırımcısı, yerine koyma kuralının öngördüğü şekilde açığa satmak istediği sermaye piyasası aracının karşılığını (yerini) gösteremiyorsa açığa satış işlemi yapamamaktadır. Görüldüğü üzere, bir yatırımcının ödünç almadan, ödünç almayı taahhüt etmeden ya da yerine koyma kuralının gereğini sağlayarak bu sermaye piyasası araçlarının yerini göstermeden sahip olmadığı sermaye piyasası araçlarını satması (çıplak açığa satış) mümkün olmamaktadır. Başka bir anlatımla, bu kuralla birlikte, yatırımcının sahip olmadığı sermaye piyasası araçlarını satması engellenmeye çalışılmaktadır. ABD’de, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu m. 10b-21, bir açığa satış yatırımcısının, açığa sattığı sermaye piyasası araçlarını takas gününde teslim edeceğine dair aracı kurumu ya da sözleşmedeki alıcı tarafı aldatarak sahip olmadığı sermaye piyasası araçlarını açığa satması ve takas gününde de ifanın gerçekleşmemesinin hukuka aykırı olduğunu düzenlemektedir⁴³. Böylece, anılan 10b-21 kuralı, yerine koyma kuralına uyabilmek amacıyla, açığa satmak istedikleri sermaye piyasası aracına sahip olduklarına ya da bu araçları ödünç alabileceklerine ilişkin yatırım kuruluşlarına yalan ve aldatıcı beyanda bulunan yatırımcıları cezalandırmayı hedeflemektedir⁴⁴.

⁴¹ Bkz. SHO düzenlemesine ilişkin sıkça sorulan sorular: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrfaqregsho1204.htm> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁴² Payne, s. 423, dn. 38.

⁴³ Bu konuda bkz. <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/rule10b21-secg.htm> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁴⁴ Bu konuda bkz. <https://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>. Şubat 2021’de ABD’de meydana gelen Gamestop vakiasında bazı açığa satış işlemlerinin “locate” kuralına uyulmaksızın yapıldığı ya da işlem açığa satış olduğu hâlde “uzun pozisyon” olarak işaretlendiği belirtilmektedir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. *YUHFD Cilt. XIX Özel Sayı (2022)*

Ülkemizde, Mülga Seri: V No: 18 sayılı Tebliğ m. 20’de yalnızca karşılığı olan açığa satış işlemi “*sahip olunmayan menkul kıymetlerin odunc alınmak suretiyle satılması*” olarak tanımlanmıştır. Bu hüküm, yalnızca karşılığı olan açığa satışın düzenleme altına alındığını, ödünç alınmadan yapılan açığa satışların, başka bir deyişle çıplak açığa satışların düzenlenmediğini göstermekteydi. Daha açık bir anlatımla, tebliğin bu düzenlemesine göre, sahip olunmayan payların aynı gün açığa satılması ve sonradan piyasadan satın alınarak aynı gün kapatılması, takas yükümlülüğü ya da ödünç ihtiyacı doğurmadığı için açığa satış sayılmamaktaydı. Oysa gün içi yapılan bu satışların da bir açığa satış işleminin tüm sonuçlarını doğurması sebebiyle açığa satışlarla ilgili getirilen yukarı adım kuralı, bildirim yükümlülüğü gibi sınırlamaların bunlara da uygulanması gerekirken; tebliğde kapsam dışı bırakılmış olması nedeniyle gün içinde yapılan açığa satışlara bu sınırlamalar uygulanmamaktaydı⁴⁵.

Yürürlükteki Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 24/1’de ise açığa satış “*Sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satısa ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satısa ilişkin takas yükümlülüğünün odunc alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır*” şeklinde tanımlanmıştır. Böylece hem sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının hem de ödünç alınan sermaye piyasası araçlarının⁴⁶ açığa satış sayılmasıyla birlikte, hem çıplak açığa satış hem de karşılığı olan açığa satış düzenlenmiştir. Dolayısıyla, eski tebliğ dönemindeki gün içinde kapandığı için takas yükümlülüğü doğurmayan açık pozisyonların düzenleme kapsamı dışında kalması artık söz konusu olmayıp, bunlar da açığa satış kabul edilmektedir. Başka bir anlatımla, çıplak açığa satışın da düzenlenmesiyle birlikte gün içinde gerçekleşen sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satım işlemleri, henüz takas yükümlülüğü doğurmasa bile açığa satış kabul edilmektedir. Bu nedenle, gün içinde örneğin sahip olunmayan payların satılması da bir açığa satış işlemi olduğu için bunlarda

<https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=407107>
(06.01.2022).

⁴⁵ Nitekim bkz. **Karabacak**, s. 35; Tayfur **Eken**, “Küresel Finansal Krizden Sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma”, SPK Yeterlik Etüdü, Mart 2013, s. 16.

⁴⁶ Tebliğ m. 4 uyarınca ödünç alma ve verme işlemleri aracı kurumlar, bankalar ve Takasbank tarafından gerçekleştirilir. Takasbank bünyesinde ödünç işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için ödünç pay piyasası bulunmaktadır.

da açığa satış tuşunun işaretlenmesi gerekir⁴⁷. Zira, bu işlemler de açığa satıslara ilişkin öngörülen sınırlamalara (yukarı adım kuralı gibi) tabi olacaktır. Böylece, gün içinde, herhangi bir sınırlamaya tabi olmaksızın sahip olunmayan payların satımı ve sonradan alımı yapılarak, fiyatların aşağı çekilmesinin önüne geçilmiştir⁴⁸. Öte yandan, sıkı takas yükümlülükleri ve temerrüt yaptırımları da öngörülerek karşılığı olmayan açığa satıslara ilişkin takas riskinin önüne geçilebilmektedir⁴⁹.

Açığa satış işleminin uygulaması ülkemizde şu şekilde gerçekleşmektedir: Öncelikle yatırımcı ile aracı kurum arasında bir “acığa satış işlemi cerceve sözleşmesi” imzalanması gerekir (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 11). Aracı kurumlar ödünç verilebilecek paylar arasından açığa satış yapılabilecek payları belirlemektedir. Aracı kurumun müşterisi de açığa satış tuşunu işaretleyerek ancak bu paylarda satış emri verebilmektedir. Yatırımcının açığa satış emri verdiğini ve emrin gerçekleştiğini varsayalım. Burada yatırımcı sahip olmadığı payları sattığı için bu bir karşılığı olmayan açığa satıştır. Bu durumda açığa satış pozisyonu aynı gün kapatılırsa takas yükümlülüğü doğmaz. Fakat pozisyon aynı gün kapatılmazsa, temerrüdün gerçekleşmemesi için sermaye piyasası araçlarının ödünç alınması gerekir^{50,51}.

⁴⁷ Nitekim, SPK, verilen satım emrinin acığa satış olduğunun emrin verilmesi esnasında aracı kuruma bildirilmemesi suretiyle usulsuz acığa satış işlemlerinde bulunulması dolayısıyla “Seri:V, No:65 sayılı Tebliğ’in 24. ve 28. maddelerine aykırılık sebebiyle yatırımcılara ceza vermiştir.Bkz. SPK’nın 26.11.2020 tarihli ve 2020/73 sayılı kararı, SPK’nın 13.07.2020 tarihli duyurusu ve 01.04.2021 tarihli ve 2021/17 sayılı bülten.

⁴⁸ **Karabacak**, s. 36.

⁴⁹ **Howell**, Reporting Rules, s. 80.

⁵⁰ Ayrıca bu konuda bkz. Ekin **Fıkrkoca Asena/Gökben Altaş**, “Short Selling of Securities in Turkey”, TSPB Publication, Haziran 2015, s. 1.

⁵¹ Aracı kurumun ödünç pay piyasasından bu payları ödünç aldığını varsayalım. Burada ödünç alan da ödünç veren de ödünç pay piyasası üyeleri olan yatırım kuruluşları olup ödünç pay piyasasında Takasbank’ın merkezi karşı taraf uygulaması söz konusudur. Ödünç veren tarafla ödünç sözleşmesi imzalanır. Payların ödünç verene iadesi için örneğin vade belirlendiğini varsayalım. Payları ödünç alan yatırım kuruluşu bu payları T+2 takas gününde alıcıya teslim eder. Ödünç sözleşmesinin vadesi geldiğinde de piyasadaki payları satın alarak ödünç verene iade eder. Eğer yatırım kuruluşu bu payları piyasada bulamazsa tekrar diğer yatırım kuruluşlarından ödünç almayı deneyebilir. Payların bir şekilde bulunmadığı ve vadede ödünç verene iade edilemediği bir durumda temerrüt gerçekleşir. Temerrüt durumunda da Ödünç Pay Piyasasında Takasbank Merkezi Karşı Taraf hizmeti verdiği için Ödünç Pay Piyasası (ÖPP) Yönergesi yanında Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği de devreye girer ve Takasbank ödünç verene karşı ödünç alan, ödünç alana karşı da ödünç veren olarak davranır. Merkezi karşı taraf (MKT) hizmeti verildiği için burada ödünç alan ve ödünç veren yatırım kuruluşları da zaten MKT üyesi ve ÖPP üyesi *YUHFD Cilt. XIX Özel Sayı (2022)*

Karşılığı olmayan açığa satışlar da açığa satış kapsamında olduğu için bu işlemlerin de mutlaka açığa satış tuşuna basılarak gerçekleştirilmesi gerekir (Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ m. 28/1).

Öte yandan, satım emrine konu sermaye piyasası araçları yatırımcının mülkiyetindeyse fakat bu araçlar emrin verildiği aracı kurum nezdindeki hesapta değilse ne olur? Buna ilişkin, Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ m. 24/3'te düzenleme mevcuttur: *“Satıma konu olan sermaye piyasası araçlarının satım emrinin verildiği an itibarı ile müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması veya söz konusu yükümlülüğün ilgili sermaye piyasası aracının ödünç alınması sureti ile yerine getirilmesi durumunda herhangi bir ilave bildirim ihtiyacı duyulmaksızın müşteri tarafından verilen satım emrinin bu Tebliğ hükümleri ve açığa satış işlemlerine ilişkin borsa işlem kuralları açısından açığa satış olduğu kabul edilir. Ancak müşterinin satışı yapılan sermaye piyasası aracını tevdi edebilecek durumda olduğunu ve satışı konu sermaye piyasası aracının takas tarihine kadar aracı kuruma iletileceğini yazılı veya herhangi bir iletişim aracı ile (faks, telefon, elektronik ortam ve benzeri) beyan etmesi durumunda işlem açığa satış işlemi sayılmaz [...]”*. Maddede satım emrine konu sermaye piyasası araçlarına müşterinin sahip olması ancak bu sermaye piyasası araçlarının emrin verildiği aracı kurumda değil de örneğin başka bir aracı kurum ya da müşterinin evi gibi başka bir yerde olması durumunda, yatırımcının beyanı ile bu satım işleminin açığa satış olmayacağı düzenlenmiştir. Bu durumda yatırımcı, satışı yapılan sermaye piyasası araçlarını tevdi edebilecek durumda olduğunu ve bu sermaye piyasası araçlarının takas tarihine kadar aracı kuruma iletileceğini yazılı veya herhangi bir iletişim aracı ile (faks, telefon, elektronik ortam ve benzeri) beyan ederse bu işlem açığa satış işlemi sayılmaz ve dolayısıyla açığa satış işlemlerine ilişkin sınırlandırmalara (örn. yukarı adım kuralı) tabi olmaz.

yatırım kuruluşlarıdır. MKT Yönetmeliği uyarınca temerrüt de yatırım kuruluşu tarafından Takasbank'a olan yükümlülüğün yerine getirilmemesinden kaynaklanmış olur. Bu durumda Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği'ndeki temerrüt esasları uygulanır. Örneğin MKT üyesi yatırım kuruluşu payların ödünç verene teslim yükümlülüğünde temerrüde düştüğü için, Takasbank'ın ödünç verene ilgili payı teslim etmesi şarttır. Takasbank payları piyasadan temin ederek teslim eder. Bu mümkün değilse Ödünç Pay Piyasası Uygulama Esasları Prosedürü'nde belirtilen usul ve esaslara göre hesaplanan nakit karşılığı ödenir. Görüldüğü üzere, sıkı takas ve temerrüt yükümlülükleriyle çıplak açığa satışların olumsuz sonuçları bertaraf edilebilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Takasbank Ödünç Pay Piyasası Yönergesi m. 1, 2, 10/4.

Yatırımcının, satışa konu sermaye piyasası araçlarının bir önceki gün satın alındığını ve dolayısıyla bu sermaye piyasası araçlarına sahip olduğunu ancak henüz takası gerçekleşmediği için satış anında aracı kurum nezdindeki hesabında görünmediğini beyan etmesi⁵², işlemin açığa satış sayılmaması için yatırımcının bulunabileceği beyana örnektir.

Görüldüğü üzere, Tebliğ m. 24/3 uyarınca yatırımcının sermaye piyasası araçlarını sakladığı kurum ile işlem yaptığı aracı kurumun farklı olması durumunda yatırımcıya kolaylık sağlamak adına hareket edilmiş ve yatırımcının başka bir saklamacı kuruluşdaki sermaye piyasası araçlarının satımı emri vermesinin beyan yükümlülüğüne uyulması şartıyla açığa satış işlemi sayılmaması sağlanmıştır⁵³. Satıma konu olan sermaye piyasası araçlarının satım emrinin verildiği an itibarıyla müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması hâlinde yapılan işlemin açığa satış sayılmaması için yatırımcının takas tarihine kadar açığa satışa konu sermaye piyasası aracını aracı kuruma tevdi edebileceğine ilişkin beyanı esas alınmıştır. Müşteri bu beyanından sorumlu olduğu gibi aracı kurum da müşterinin beyanının doğruluğunu araştırmaktan sorumludur. Dolayısıyla, beyanı doğrulama yükümlülüğü aracı kurumlara yüklenmiştir⁵⁴. Ancak bu hükmün kabul edilmesi yabancı yatırımcılar için olumluyken, hükmün yerli ve yabancı yatırımcı arasında eşitsizlik yarattığı da öne sürülmektedir⁵⁵. Çünkü, uygulamada yerli yatırımcılara uygulanan bu hükmün yabancı yatırımcılara ise her zaman uygulanmadığı görülür. Zira, aracı kurum tarafından, sermaye piyasası araçları MKK nezdinde yerli saklamacılar tutulan ve müşteri bazında saklama bakiyelerine ulaşılabilen yerli yatırımcılara ilişkin söz konusu beyanın doğruluğunu tespit etmek mümkündür. Oysa, yabancı yatırımcıların saklama hizmetini ağırlıklı olarak müşteri detayı görünmeyen havuz hesaplar kullanan yabancı menşeli bankalardan almaları dolayısıyla sözü edilen beyanın doğruluğunu teyit etmek mümkün olmayabilmektedir⁵⁶. Böylece, Tebliğ m. 24 uyarınca

⁵² Başka örnekler için bkz. TSPB'nin Seri: V, No: 65 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma Ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'e İlişkin Sorular ve Cevapları

https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/duyuru_s5no65_sorucevap.pdf (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁵³ **Karabacak**, s. 36; **Eken**, s. 18.

⁵⁴ **Eken**, s. 18.

⁵⁵ **Eken**, s. 18.

⁵⁶ **Eken**, s. 18; **Gökhan Ugan**, "Krizlerin Günah Keçisi: Açığa Satış", *Vobjektif*, Ekim 2011, s. 58, https://inforced.com/img/userfiles/files/VOBjektif21_yeni.pdf (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

işlemin açığa satış sayılmaması için gerekli beyanlarda bulunduğu hâlde işlem anı itibarıyla ilgili sermaye piyasası aracına gerçekten sahip olmayan yabancı yatırımcılar, yurtdışında düzenleme ve gözetim dışı işletilen ödünç pay piyasasında kendi aralarında işlem yapabilmeleri dolayısıyla, açığa satış takas tarihinde sermaye piyasası aracı teslim yükümlülüklerini ödünç pay ile yerine getirebilmektedirler. Böylece, yabancı yatırımcıların gerçekte açığa satış işlemi olan işlemleri açığa satış tuşuyla yapılmayarak mevzuat ihlali yapılabilmektedir⁵⁷.

2. Yukarı adım kuralı (fiyat sınırı)

Yukarı adım kuralı (*uptick rule*), hızla fiyatı düşen bir payı açığa satmayı engeller ve açığa satış emri verebilmek için payın fiyatının tekrar yukarı çıkmasını beklemeyi gerektirir. Bu kural, açığa satış kısıtlamaları arasında yatırımcılar için en sınırlandırıcı kurallardan biridir. Daha önce de belirtildiği üzere, açığa satışlarda emrin “açığa satış” olarak işaretlenmesi gerekir. Bu işaretlemeyle birlikte söz konusu işleme açığa satışlar için geçerli yukarı adım kuralı da uygulanır. Borsaya, Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ m. 29 uyarınca aracı kurum, piyasa ya da sermaye piyasası aracı bazında yukarı adım kuralı kararı alma ve düzenleme yapma yetkisi tanınmıştır. Aynı zamanda Kurul da gerekli gördüğünde aracı kurum, piyasa ya da sermaye piyasası aracı bazında yukarı adım kuralı öngörme yetkisine sahiptir. Acığa satış işlemleri gerçekleştirilmesi suretiyle sağlıklı piyasa oluşumunun engellenmesi hâlinde de acığa satış işlemlerinde üç aya kadar bir süre için yukarı adım kuralı getirilebilir (Borsa İstanbul A.S. Piyasalarında Uygulanacak Gözetim Tedbirleri Yönergesi m. 6/ğ, 7/1).

Yukarı adım kuralı, acığa satısa konu sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden satılması; ancak, acığa satısa konu sermaye piyasası aracının en son gerçekleşen fiyatının bir önceki fiyattan daha yüksek olması halinde en son gerçekleşen fiyat düzeyinden yapılmasıdır⁵⁸ (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 29). Şu anda Borsa İstanbul’da Yıldız Pazar’da işlem gören paylarda yukarı adım kuralı geçerli olmayıp fiyat sınırları dahilindeki her fiyattan acığa satış emri girilebilir. Ana Pazar’da işlem gören paylar ile borsa yatırım fonu katılma belgelerinde ise yukarı adım kuralı uygulaması vardır⁵⁹.

⁵⁷ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Eken**, s. 18; **Ugan**, s. 58.

⁵⁸ Yukarı adım kuralına ilişkin aynı tanım için ayrıca bkz. Borsa İstanbul’un Borsa İstanbul A.S. Piyasalarında Uygulanacak Gözetim Tedbirleri Yönergesi m. 4/1-r.

⁵⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Prosedürü paragraf 5.8.2. sayfa 94-95; Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi m. 39. Ayrıca, Borsa İstanbul tarafından, 14.03.2019 tarihli Borsa İstanbul A.S. Piyasalarında Uygulanacak Gözetim Tedbirleri *YUHFD Vol. XIX Special Issue (2022)*

3. Özsermaye Yeterliliği

Açığa satışların sakıncaları kısmında da belirtildiği üzere, bu işlemlerin riskinden ötürü, açığa satışa aracılık eden yatırım kuruluşlarının özsermaye yeterliliklerine ilişkin düzenleme bulunmaktadır. Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ m. 7 uyarınca aracı kurumların müşterileri ve/veya kendi hesaplarına açığa sattıkları payların değerinin toplamı her faaliyet için ayrı hesaplanmak üzere icinde bulunulan aydan önceki uc ay için ay sonları itibariyle hesaplanan özsermayelerin ortalamasının iki katını geçmemelidir. Öte yandan, ortalamaya dahil olan son aya ait özsermaye rakamının ortalamadan düşük ise, limit hesaplamalarında son uc aylık özsermaye rakamlarının ortalaması yerine son aya ait özsermaye rakamı dikkate alınır. Kurul'un aracı kurumların sermayelerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerinde yer alan sermayenin güçlendirilmesine ilişkin özel hükümleri saklıdır. Bu işlem sınırları SPK tarafından gerektiğinde düşürülebilir ya da belirli bir aracı kurumun açığa satış işlemi yapması yasaklanabilir (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 7/4).

4. Özkaynak (Teminat) Yükümlülüğü

Açığa satış pozisyonu alındıktan sonra payların fiyatı beklenilenin tersine yükselirse yatırımcının zararının sonsuz olabileceğini belirtmiştik. Zira, bu durumda yatırımcının bu payları piyasadan alma ve ödünç verene iade etme ihtimali azalacaktır. Bu nedenle, hem yatırımcıyı hem aracı kurumu korumak adına, açığa satış işlemleri için yatırımcıdan belirli oranlarda teminat/özkaynak (*margin*) yatırması istenmekte, bu da açığa satış işlemini yatırımcılar için uzun pozisyona oranla daha maliyetli hâle getirmektedir.

Yürürlükteki Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 25/2, açığa satışlarda başlangıç teminatı olarak asgari %50 oranında, sürdürme teminatı olarak da %35 oranında özkaynak gösterme zorunluluğu getirmiştir. Bu zorunlu teminat yanında, yatırım kuruluşları da müşteriden teminat getirmesini isteyebilir (III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 34/1).

Başlangıç teminatı, ilerideki bir temerrüt durumunda temerrüt tarihinden pozisyonların kapatılmasına kadar geçen sürede meydana gelebilecek risklerin karşılanabilmesi için işlem yapılmadan önce talep edilen teminattır. Başlangıç teminatı, açığa satılacak sermaye piyasası araçlarının cari piyasa

Yönergesi m. 7/1-b,3'te "Yatırım aracında gerçekleştirilecek açığa satış işlemlerinde 3 aya kadar bir süre için yukarı adım kuralı getirilmesi" tedbiri de düzenlenmiştir.

değeri kadar nakit veya sermaye piyasası aracının pesin olarak yatırılmasını ifade eder. Yürürlükteki tebliğ ile getirilen sürdürme teminatı ise açığa satış işlemi boyunca bulundurulması gereken teminattır. Zira, belirli bir seviyeye kadar fiyat yükselmesine karşı başlangıç teminatı aracı kuruma güvence sağlar fakat bir sermaye piyasası aracının fiyatı teorik olarak sonsuza kadar artabileceğinden tek başına bu yeterli değildir. Bunun için aracı kurumlar müşterilerinin açığa satış hesaplarındaki özkaynak tutarını her iş günü itibarıyla hesaplamak ve raporlamak zorundadır (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 26/1). Her iş günü itibarıyla hesaplanan oran sürdürme teminatı olan %35'ten düşük çıkarsa aracı kurum yazılı olarak yatırımcıya teminat tamamlama bildiriminde (*margin call*) bulunur ve yatırımcı tarafından teminat oranının tebligde ongorülen başlangıç teminat oranına (% 50) artırılmasını teminen ek teminat getirilmesi gerekir⁶⁰. Müşteri tarafından ek teminat getirilmediği takdirde, daha açık bir anlatımla teminat tamamlama bildiriminin yapıldığı andan itibaren iki iş gününü gecmemek üzere açığa satış işlemi cerceve sözleşmesinde belirlenen süre içerisinde teminatın tamamlanmaması hâlinde, aracı kurum açığa satıstan elde edilen nakdi kullanarak veya teminat olarak verilen sermaye piyasası araçlarını satarak açığa satış işlemi kapatılabilir. Bunun için müşteriye ayrıca bir ihbarname göndermesine gerek yoktur (Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 26/3).

Ayrıca Tebliğ m. 35/1 uyarınca takas yükümlülüğünü ve/veya teminat tamamlama yükümlülüğünü üç ay içinde iki defadan fazla yerine getirmeyen yatırımcılar için bu durumun aracı kurum tarafından borsaya bildirilmesi ve yatırımcıların kimlik bilgilerinin borsada ilan edilmesi yaptırımı öngörülmüştür. Ancak, temerrüt tarihinde 01.01.2021 tarihi itibarıyla 63.219 TL ve altında kalan tutarlar ya da yatırımcının net varlığının %5'ini geçmeyen tutarlar borsaya bildirilmeyebilir⁶¹.

Özkaynak kabul edilebilecek kıymetlerin kapsamı Kurul'un çıkardığı Seri:V, No: 137 sayılı Tebliğ⁶² ile genişletilmiştir. Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 12'de gösterilen kıymetlere, borsa yatırım fonu katılma payları eklenmiş ve önceden "A ve B tipi fonlar" şeklinde sınırlanan özkaynak kıymeti "yatırım fonu katılma payları" olarak düzenlenmiştir.

⁶⁰ Teminat hesaplamasına ilişkin bkz. **Karacan**, s. 298.

⁶¹ Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 35/1'deki 10.000 TL olan tutar, 1.1.2022 – 31.12.2022 tarihleri arasında 63.219 TL olarak yeniden değerlemeye tabi tutulmuştur. Bkz. Kurul'un 30/12/2021 tarih ve 2021/65 sayılı kararı.

⁶² RG. T. 05/03/2021, S. 31414.

Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 9/5'e göre aracı kurumlar tarafından emri veren müşterinin nakit yükümlülüğünü yerine getirecek mali güce sahip olduğu hususunda gerekli araştırmaların yapılmış, müşteriyi tanıma kuralı⁶³ çerçevesinde müşterinin borcunu karşılar tutarda, likiditesini dikkate alarak malvarlığı ve ödeme gücü olduğuna dair tevsik edici belgelerle kredi komitesinin olumlu görüşünün alınmış ve yönetim kurulu kararı ile limit tanınmış olması durumlarında takas süresini asmamak üzere herhangi bir teminat almaksızın alım emri kabul edilebilir. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi'nin 39. maddesinin 4. fıkrası uyarınca Kurul'un kredili alım ve acığa satışla ilgili düzenlemeleri uyarınca müşterinin malvarlığı ve ödeme gücü dikkate alınarak belirlenmiş istisnalar kapsamında teminat almaksızın alım emri kabul edilebilmesine yönelik hükümler yalnızca Yıldız Pazar'da yer alan paylar için uygulanır⁶⁴.

5. Kişilere Özgü Açığa Satış Yasakları

Ortaklıkta içeriden öğrenen konumundaki ilişkili kişilerin ortaklıkla ilgili olumsuz içsel bilgileri, bilgiler kamuya duyurulmadan kullanması yoluyla ortaklık paylarını açığa satıp haksız kazanç elde etmelerini önlemek amacıyla, Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 30'da sayılan kişilere açığa satış yasağı getirilmiştir. Anılan hüküm uyarınca, *“sermaye piyasası aracı ihrac eden şirketin yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey personeli ve %10 veya daha fazla paya sahip ortakları ile bu kişilerle birlikte hareket ettiği tespit edilen kişiler ve bu kişilerin es ve velayeti altında bulunanların söz konusu ihracının sermaye piyasası aracında acığa satış işlemi yapmaları yasaktır”*.

Bunun yanında, 14.03.2019 tarihli Borsa İstanbul A.S. Piyasalarında Uygulanacak Gözetim Tedbirleri Yönergesi m. 6 uyarınca, *“acığa satış işlemleri gerçekleştirilmesi suretiyle sağlıklı piyasa oluşumunun engellenmesi [...] suretiyle Borsa işlemlerinin güvenilir, seffaf, etkin,*

⁶³ Tebliğ'de müşteriyi tanıma kuralı için yürürlükten kalkan Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliğinin 12. maddesine atıf yapılmaktadır. Bu atfı, yürürlükteki III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş Ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 29 olarak anlamak gerekir. Görüldüğü üzere Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ öncel sermaye piyasası mevzuatıyla uyumlu değildir.

⁶⁴ Ayrıca bkz. Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi'nin 39/5: *“Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi kollektif yatırım kuruluşları ile emeklilik fonlarına ilişkin işlemlerde Kurul'un kredili alım ve acığa satışla ilgili düzenlemeleri uyarınca müşterinin malvarlığı ve ödeme gücü dikkate alınarak belirlenmiş istisnalar kapsamında teminat almaksızın alım emri kabul edilebilmesine yönelik hükümleri Ana Pazar'da yer alan paylar için de uygulanabilir”*.

istikrarlı, adil, durust ve rekabetçi bir şekilde gerçekleşmesinin ve sağlıklı fiyat ve piyasa tesekkül etmesinin engellendiğine veya ihlallere sebebiyet verildiğine dair guclu emareler oluşması durumunda onleyici tedbirler alınabilir”. Anılan yönerge m. 7/1-a,1’e göre, bu tedbirlerden biri de Borsa İstanbul tarafından yatırımcının açığa satış işlemlerinin (ve kredili işlemlerin) altı aya kadar kısıtlanabilmesidir. Yatırımcı bazında alınabilen bu önlem yanında yatırım aracı bazında da açığa satış kısıtlaması yapılabilir. Anılan yönerge m. 7/1-b,4 uyarınca, Borsa İstanbul tarafından, yatırım aracı bazında da açığa satış ve kredili işlemlerin üç aya kadar bir süre için kısıtlanması kararı verilmesi mümkündür.

Açığa satış işleminin piyasa manipülasyonu amacıyla kullanılabileceğini ve bunun açığa satış işleminin sakıncalarından biri olduğunu belirtmiştik⁶⁵. SPK’nın V-101.1 sayılı Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği⁶⁶ m. 18/1-b uyarınca, Kurul tarafından yapılan incelemelerde, SerPK’nın 106. ve 107. maddelerinde sayılan fiillerin islendigiine dair makul suphe bulundugunun tespit edilmesi halinde, ilgili gerçek veya tüzel kişiler ile tüzel kişilerin yetkilileri ve ilgili sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak; yatırımcı ve/veya sermaye piyasası aracı bazında kredili alım, açığa satış, odunc alma ve verme işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirilmesine karar verilebilir.

Kolektif yatırım kuruluşlarından yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları için de açığa satış yasakları mevcuttur. Borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları dışındaki yatırım fonlarına uygulanan III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği⁶⁷ uyarınca yatırım fonları açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz (III-52.1 sayılı Tebliğ m. 24/4). Kendi tebliğleri ile düzenlenen borsa yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonları da açığa satış işlemleri yapamazlar⁶⁸. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları da sermaye piyasası araçlarını açığa satamazlar⁶⁹. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının da (hem sabit sermayeli hem de

⁶⁵ Bkz. Yukarıda, “V. Açığa Satış İşleminin Sakıncaları”.

⁶⁶ RG. T. 21/1/2014, S. 28889.

⁶⁷ RG. T. 9/7/2013, S. 28702.

⁶⁸ Bkz. III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ m. 23/1; III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ m. 17/15 ve III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ m. 18/f.

⁶⁹ III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 22/o.

değişken sermayeli olanlar) açığa satış yapamayacakları belirtilmiştir⁷⁰. Ancak girişim sermayesi yatırım ortaklığı açısından faaliyet sınırlamasına yönelik benzer bir düzenlemeye rastlanmamıştır. Girişim sermayesi yatırım fonları için açığa satış yasağı söz konusuysen girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için böyle bir düzenlemeye yer verilmemesinin bilinçli bir tercih olup olmadığı açık değildir.

Halka arzın ya da şirket birleşme ve satın almaları gibi önemli kararların açıklandığı durumlarda o şirketin paylarının açığa satışları yasaklanabilmektedir. Mevzuatımızda da Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 15/1 son cümlede aracı kurumların, Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının halka acılma amacıyla borsada satış sureti ile yapılan halka arzlarında, söz konusu sermaye piyasası araçlarıyla ilgili açığa satış işlemi yapamayacakları düzenlenmiştir. Öncelikle burada artık 6362 sayılı SerPK ile sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzında kurul kaydına alma işleminin kaldırıldığını, bunun yerine izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasının söz konusu olduğunu belirtmek gerekir. Görüldüğü üzere anılan tebliğ SerPK ve ilgili mevzuata uyumlu değildir. Bu nedenle anılan maddedeki, kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarını, izahnamesi onaylanan sermaye piyasası araçları olarak anlamak yerinde olur.

6. Piyasa Yapıcılarına Özgü Muafiyetler

Piyasa yapımcılarının açığa satışlardaki bazı sınırlamalardan muafiyeti söz konusudur. Piyasa yapımcı görevlendirildiği sermaye piyasası aracının piyasasının durust, düzenli, etkin çalışmasını sağlamak ve ayrıca likiditeye katkıda bulunmak için borsa tarafından belirlenen olcutlere uygun olarak yetkilendirilen yatırım kuruluşlarıdır⁷¹. Piyasa yapımcı, görevlendirildiği sermaye piyasası araçlarında kendi namına ve hesabına kotasyon veya alıs ve satış emirleri vererek piyasa oluşmasına ve işlem gerçekleşmesine

⁷⁰Bkz. III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 23/d, 64/d.

⁷¹ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi m. 4/ö. Piyasa yapımcılarda aranan şartlar Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi m. 12'de gösterilmiştir. “*Piyasa yapımcılık temel kriterlerini sağlayan üyelerden bir menkul kıymette piyasa yapımcılık faaliyetinde bulunmak amacıyla yaptığı başvuru Borsa İstanbul Yönetim Kurulu tarafından kabul edilen ve “Borsa İstanbul Pay Piyasası Piyasa Yapıcılık Taahhütnamesini imzalayarak faaliyete başlayan üyedir. Piyasa yapımcıdan beklenen görev; sürekli işlem için yeterli derinliği olmayan, halka açık piyasa değeri düşük olan menkul kıymetlerde oluşabilecek kısa süreli arz-talep dengesizlikleri sonucu meydana gelebilecek aşırı fiyat hareketlerini önlemek, piyasaya sürekli likidite sağlamak, böylelikle sürekli işlem ortamının etkin bir şekilde gelişmesine katkıda bulunmak olarak özetlenebilir*”. Ayrıca bkz. Piyasa Yapıcı Üyeler, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/200/piyasa-yapici-uyeler> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

katkıda bulunur⁷². Bunları gerçekleştirirken piyasa yapımcılarının da açığa satış yapması mümkündür. Piyasa yapımcılarının açığa satışlarda sermaye piyasası aracını ödünç alması veya bunu belgelemesi islevlerini azaltabildiğinden, odunc işlemine veya teslimat tarihine ilişkin kolaylık sağlanmakta ve sınırlamalardan muafiyetine izin verilebilmektedir⁷³. Örneğin, borsa tarafından çift taraflı kotasyon vermek üzere yetkilendirilen piyasa yapımcılarının, portfolyerinde karşılığı bulunmayan miktardaki kotasyon satısını, kotasyon alısından önce gerçekleştirdiği işlemler Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ çerçevesinde açığa satış olarak kabul edilmemektedir (Seri V: No: 65 sayılı Tebliğ m. 24/son).

Fiyat oluşumuna ve likidite yaratmaya yardım eden piyasa yapımcıları tarafından gerçekleştirilen açığa satış işlemlerinin belirli koşullar altında piyasa dolandırıcılığı sayılmayacağı da kanun seviyesinde düzenlenmiştir. Buna göre, SerPK m. 108/1-c uyarınca, Kurul'un SerPK kapsamındaki fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ve piyasa yapıcılığına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak icra edilmeleri kaydıyla, münhasıran bu araçların piyasa fiyatının önceden belirlenmiş bir süre için desteklenmesi amacıyla sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının yapılması yahut emir verilmesi veya emir iptal edilmesi piyasa dolandırıcılığı sayılmaz.

7. Açığa Satış Bildirimleri ve Şeffaflık Düzenlemeleri

Sermaye piyasalarında açığa satış işlemleri şeffaflaştırılarak, bu işlemlerin manipülatif amaçlarla kullanılması engellenmeye çalışılmaktadır. Piyasadaki açığa satış işlemlerinin düzenli olarak yetkili otoriteye bildirilmesi ve/veya kamuya açıklanması yoluyla şeffaflık sağlanması ve açığa satışlardan kaynaklı ani değişimlerin tespiti ile manipülasyonun önlenmesi amaçlanmaktadır.

Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Orgutu (*International Organization of Securities Commissions*) IOSCO'nun bu konuda hazırladığı raporda, açığa satış işlemlerinin kamuya açıklanmasının yararları ve sakıncaları incelenmiştir. Raporda, açığa satış işlemlerine ilişkin ayrıntılı bilgilerin kamuya açıklanmasıyla kısa sürede ederinden fazla değerlendirilmiş sermaye piyasası araçlarıyla ilgili piyasaya uyarı verilmesi ile tam ve doğru bilginin piyasaya sunulması neticesinde piyasadaki fiyatları daha da aşağı çekecek söylentilerin önlenebileceği ve en nihayetinde açığa satışlarla ilgili

⁷² Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi m. 28/1.

⁷³ Altaş, s. 13.

piyasa manipülasyonunun önüne geçilebileceği belirtilmiştir⁷⁴. Öte yandan raporda, açığa satış işlemlerinin kamuya açıklanmasının açığa satış yatırımcılarını diğer yatırımcılar karşısında savunmasız bırakacağı, diğer yatırımcıların açığa satış yatırımcılarını sıkıştırabileceği (*short squeeze*)⁷⁵, yatırım stratejilerinin açık edilmesi nedeniyle yatırımcıları açığa satış işlemleri yapmaktan caydırabileceği, piyasa maliyetlerini artıracığı ve piyasa likiditesini azaltacağı yönünde eleştiriler de mevcuttur⁷⁶. Aşağıda, açığa satış bildirimlerine ve açığa satışlarda şeffaflığa ilişkin ABD, AB ve ülkemiz düzenlemeleri incelenmeye çalışılacaktır.

A. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Düzenlemeler

ABD'de Dodd-Frank Kanunu m. 417(a)(2)(A) uyarınca ABD sermaye piyasası otoritesi SEC, açığa satış pozisyonu ve işlemin raporlanması üzerine iki çalışma yapmıştır. SEC'in bu konuda hazırladığı açığa satış pozisyonu ve açığa satış işlemlerinin bildirilmesine ilişkin raporda, piyasalarda işlem gören payların açığa satış pozisyonlarına ilişkin kamuya açık olmayan ve sadece SEC ve Finansal Piyasa Düzenleme Otoritesi (Financial Industry Regulation Authority) FINRA'ya yapılan bildirimler ile eş zamanlı kamuya açık yapılan, yatırımcıların kimliklerini de ilan eden bildirimler karşılaştırılmıştır. Raporda, kamuya açık yapılan, yatırımcıların kimliklerinin de açıklandığı bildirimlerin fayda/maliyet oranının düşük olduğu belirtilmiştir. Yalnızca SEC ve FINRA'ya yapılan bildirimlerin de açığa satışlara ilişkin piyasa manipülasyonunun tespit edilmesi bakımından yeterli olduğu raporlanmıştır⁷⁷. Buna göre, ABD'de SHO düzenlemesinin 200. maddesi, tüm payların satışına ilişkin bildirim yükümlülükleri öngörmektedir. SHO'nun 200(g) maddesi, bir satış emrinin uzun pozisyon, açığa satış ya da açığa satıştan muaf olarak işaretlenmesini düzenlemektedir. FINRA Kuralları'nın 4560. maddesi ise müşteri ya da aracı kurum hesaplarındaki toplam açığa satış işlemlerinin kaydının tutulmasını ve düzenli olarak FINRA'ya raporlanmasını öngörmektedir⁷⁸. Bunların

⁷⁴ Açığa Satışlarda Şeffaflık Raporu, Sermaye Piyasası Komisyonlarının Uluslararası Organizasyonu Teknik Komite Raporu, IOSCO, Haziran 2003, s. 14-15.

⁷⁵ Açığa satış yatırımcılarının sıkıştırılmasına ilişkin bkz. yukarıda "IV. Açığa Satış İşleminin Sakıncaları".

⁷⁶ Açığa Satışlarda Şeffaflık Raporu, Sermaye Piyasası Komisyonlarının Uluslararası Organizasyonu Teknik Komite Raporu, IOSCO, Haziran 2003, s. 15.

⁷⁷ Bkz. "Short Sale Position and Transaction Reporting Report", 5 Haziran 2014, s. 111 <https://www.sec.gov/files/short-sale-position-and-transaction-reporting%2C0.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁷⁸ Bkz. FINRA kuralları, <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/4560> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

haricinde, açığa satış yatırımcılarının kimliklerini ifşa eden bir raporlama mevcut değildir⁷⁹.

B. Avrupa Birliği'ndeki Düzenlemeler

Avrupa Birliği'nde 1 Kasım 2012 tarihinden bu yana yürürlükte olan 236/2012 sayılı açığa satış işlemlerine ilişkin düzenlemesi⁸⁰, açığa satışlara ilişkin kuralları belirtir⁸¹. Bu düzenlemeyle, belirli oranlardaki açığa satış işlemlerinin raporlanmasıyla ve kamuya açıklanmasıyla birlikte daha şeffaf bir sistem yaratılmıştır⁸².

236/2012 sayılı düzenleme, yatırımcıların, Avrupa Ekonomik Alanı'ndaki (*European Economic Area- EEA*) sermaye piyasası araçlarına ilişkin belirli büyüklükteki açık pozisyonu bildirmesini ve açıklamasını gerektirir. Pay piyasasındaki açığa satışlara ilişkin düzenleme, iki aşamalı bir bildirim sistemi öngörür: yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirimler ve kamuya yapılan bildirimler. Yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirimler kamuya açıklanmaz, sahip olunan net açık pozisyonun sadece ilgili düzenleyici otoriteye bildirimidir. Kamuya yapılan bildirim ise net açık pozisyonun ilgili düzenleyici otoriteye bildirilmesi ve düzenleyici otorite tarafından da bu bilginin merkezi internet sitesinde yayınlaması, böylece kamuya duyurulmasıdır (236/2012 sayılı AB Düzenlemesi m. 9/4). Örneğin Almanya'da, yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirim sermaye piyasası otoritesi BaFin'e yapılır⁸³. Kamuya açık bildirimler ise BaFin'e yapılır ve sonra internet sitesinde ve

⁷⁹ ABD'de yatırımcıların kimliklerini de ifşa eden kamuya açık bildirim zorunluluğu getirilmesi durumunda bunun Avrupa Birliği'ndeki düzenleme gibi yatırımcıları açığa satışlardan caydıracağına ve açığa satış yatırımcılarının sıkıştırılmasının önünü açacağına ilişkin bkz. John Heater/Ye Liu/Qin Tan/Frank Zhang, Mandatory Short Selling Disclosure Could Lead to Investor Herding Behavior, Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets, 23 Eylül 2021.

⁸⁰ Bkz. Regulation (EU) No 236/2012 of The European Parliament and of The Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0236> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁸¹ Bu düzenlemenin yanında, bazı uygulama yönetmelikleri de teknik ayrıntılara açıklık getirir. Bkz.: Commission Delegated Regulation (EU) No 826/2012; Commission Implementing Regulation (EU) No 827/2012; Commission Delegated Regulation (EU) No 918/2012; Commission Delegated Regulation (EU) No 919/2012 (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁸² Bu konuda bkz. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/short-selling_en (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁸³ 236/2012 sayılı AB Düzenlemesi uyarınca AB ülkelerindeki yetkili otoriteler için bkz. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/short_selling.pdf

Alman Federal Gazetesi'nde yayınlanır⁸⁴. Düzenleyici otoritelerin bu bilgileri üçer aylık dönemlerde AB'nin sermaye piyasası düzenleyici kurumu olan ESMA'ya da raporlaması gerekir (236/2012 sayılı AB Düzenlemesi m. 11).

Yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirim, 236/2012 sayılı düzenlemenin 5. maddesinde öngörülmüştür. Anılan madde uyarınca, her gerçek ya da tüzel kişinin sahip olduğu net açık pozisyon⁸⁵ ilgili şirketin sermayesinin %0.2'si oranındaki payına tekabül ettiğinde, bu durumu yetkili sermaye piyasası otoritesine bildirilir⁸⁶. %0.2'lik oranın aşıldığı ya da bu oranın altına düştüğü her %0.1'lik eşik için de pozisyon sahibi gerçek ya da tüzel kişi tarafından ayrıca bildirim yapılır (236/2012 sayılı AB Düzenlemesi m. 5/1-2). Görüldüğü üzere bu bildirimler kamuya açıklanmayan bildirimlerdir.

Kamuya yapılan bildirim ise 236/2012 sayılı düzenlemenin 6. maddesinde yer alır. Her gerçek ya da tüzel kişinin sahip olduğu net açık pozisyonu ilgili şirketin sermayesinin %0.5'ine ulaşıyorsa bu durumda bildirim düzenleyici otorite vasıtasıyla kamuya yapılır. %0.5'lik bu eşik %0.1 oranlarında aşıyor ya da azalıyorsa yine düzenleyici otoriteye bildirim vasıtasıyla kamuya ilan edilir (236/2012 sayılı AB Düzenlemesi m. 6/1-2).

Hem kamuya açıklanan hem de yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirimlerde, işlemi gerçekleştiren gerçek ya da tüzel kişinin kimliği, açığa satış yapılan paya ilişkin bilgiler, işlemin tarihi ve hacmi de yer almalıdır (236/2012 sayılı AB Düzenlemesi m. 9/1).

AB'deki bu iki aşamalı bildirim sisteminin faydaları olduğu kadar sisteme yapılan eleştiriler de mevcuttur. Yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirim için öngörülen %0.2'lik oran ve kamuya yapılan

⁸⁴Bkz. Net açığa satış pozisyonlar için bildirim ve yayın gereklilikleri https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenz/Leerverkaeuft/Transparenzregelung/transparenzregelung_artikel_en.html (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁸⁵ Net açık pozisyonun hesaplandığı zaman, kişinin ilgili pozisyonu elinde tuttuğu işlem gününün sonundaki gece yarısıdır. Bildirimin ise bir sonraki gün saat 15.30'a kadar yapılması gerekir (236/2012 sayılı AB Düzenlemesi m. 9/2).

⁸⁶ ESMA, açığa satışların koronavirüs pandemisi nedeniyle artarak piyasada olumsuzluklara neden olabileceği gerekçesiyle 16.03.2020 tarihli kararında, %0.2'lik eşığı %0.1'e düşürmüştü. Kararın alındığı tarihten bu yana üç kez yenilenen bu karar, ESMA tarafından yapılan 16.03.2021 tarihli açıklama uyarınca artık yenilenmeyecek ve 19.03.2021 tarihi itibarıyla yürürlükten kalkacaktır. Bu konuda bkz. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-allow-decision-reporting-net-short-position-01-and-above-expire> (Erişim Tarihi: 16.03.2021).

bildirimler için öngörülen %0.5'lik oran doktrinde düşük kabul edilmekte; yalnızca sermaye piyasası otoritesine yapılan bildirimler için bunun sorun teşkil etmeyebileceği, hatta piyasaya yönelik herhangi bir tehdit anında belirli bir paydaki açığa satışların artmasının tespitinin düzenleyici otoritelere uyarı niteliğinde olduğu ve piyasanın korunması açısından önemli olduğu belirtilmektedir⁸⁷. Öte yandan, aynı husus kamuya yapılan bildirimler için kabul edilmemekte; açığa satış yatırımcısının kimliği açıklanarak yapılan bu bildirimlerin çeşitli sakıncalarından söz edilmektedir.

Öncelikle, yapılması gereken bildirimler yatırımcı açısından maliyetlidir. Zira, her bir açığa satış pozisyonunda düzenlemede öngörülen eşiklerin hesaplanması ve ona göre bildirim yapılması gerektiğinden bu durum yatırımcılar için zaman ve maliyet kaybına yol açmaktadır.

İkinci olarak, özellikle kamuya yapılan bildirimlerde açığa satış yatırımcılarının kimliklerinin de ifşa edilmesi yatırımcılar için açığa satış işleminden cayma sebebidir. Çünkü, çoğunlukla serbest yatırım fonu (*hedge fund*) ya da kurumsal yatırımcı niteliğinde olan açığa satış yatırımcıları, yatırım kararlarını önemli finansal analizler sonucunda almaktadır. Bu yatırımcıların kimliklerinin açıklanması, aynı zamanda yatırım stratejilerinin de açıklanması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, açığa satış yatırımcılarının, sırf kimlikleri ifşa olmasın diye kamuya bildirimde bulunmamak amacıyla AB düzenlemesinde öngörülen %0.5'lik oranın altında net açık pozisyonlar ile işlem yaptıkları tespit edilmiştir⁸⁸. Bunun yanında, piyasada tanınan serbest yatırım fonlarının önemli finansal araştırma ve analizler neticesinde yatırım kararları aldıkları bilindiği için, diğer yatırımcıların kolay yoldan serbest yatırım fonlarının açığa satışlarla ilgili yatırım kararlarına vakıf olup bu doğrultuda açığa satış emri verdikleri görülmektedir. Bu da bir şirketle ilgili araştırma yapılmaksızın paylarının kısa sürede ve yüksek oranda açığa satılmasının önünü açmakta, o şirketin pay fiyatlarını düşürmektedir. Bunun yanında, açığa satış yatırımcılarının isimlerinin açıklanmasıyla açığa satış yatırımcılarının sıkıştırılması (*short squeeze*) risklerinin artabileceğini de belirtmek gerekir⁸⁹.

Son olarak, AB düzenlemeleriyle açığa satış bildirimlerine ilişkin belirli kurallar öngörülmüş olsa da bu kuralların icrası her üye ülkedeki düzenleyici otoritenin kendi uygulamasına bağlı olduğu ve yatırımcılar üzerinde ilave külfete neden olduğu için eleştirilmektedir. Dolayısıyla,

⁸⁷ Howell, Reporting Rules, s. 82-83.

⁸⁸ Howell, Reporting Rules, s. 82-83.

⁸⁹ Howell, Reporting Rules, s. 83; Heater/Liu/Tan/Zhang, s. 1.

örneğin bildirimlere ilişkin duyuruların her düzenleyici otoritenin kendi internet sitesinde yapılması yerine AB düzeyinde bir internet sitesinde bu bildirimlerin duyurulması ya da ESMA'nın standart bir bildirim formu hazırlayıp bildirimlerde bu formun kullanılmasının zorunlu tutulması gibi yöntemlere başvurulabileceği ifade edilmektedir⁹⁰.

C. Türkiye'deki Düzenlemeler

Mülga Seri: V No: 18 sayılı Tebliğ m. 23 uyarınca yatırımcının açığa satış emrini yazılı olarak aracı kuruluşa bildirmesi, aracı kuruluşun da bu emri borsaya iletirken açığa satış emri olduğunu açıkça belirtmesi gerekmektedir. Borsada gerçekleşen açığa satışların borsa tarafından yayınlanması da düzenlenmiştir.

Benzer düzenlemeyi yürürlükteki tebliğde de görmekteyiz. Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ'in 28. maddesi uyarınca, müşteri tarafından açığa satış emri olduğu yazılı olarak bildirilen emirlerde veya aracı kurum tarafından Tebliğ m. 24/3 kapsamında açığa satış olduğu tespit edilen emirlerde ya da aracı kurumun kendi hesabına açığa satış işlemi gerçekleştirdiği durumlarda, aracı kurum emri borsaya iletirken emrin bunun bir açığa satış emri olduğunu açıkça belirtir. Aracı kurumlar tarafından açığa satış emirleri borsaya bildirilirken, emir girişi sırasında açığa satış tuşuna basılarak emrin açığa satış olduğu bildirilmelidir. Başka bir anlatımla, açığa satış emri girmek isteyen üye, emir giriş penceresinde açığa satış seçeneğini işaretleyerek emrini girmelidir⁹¹. Görüldüğü üzere, açığa satış işlemleri hem yatırımcı hem aracı kurum tarafından bildirilmelidir. Emir girilirken açığa satış tuşu tıklanarak yapılan bu bildirim işaretleme (*flagging*) de denilmektedir. Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ m. 28/3 uyarınca, yatırımcı ve aracı kurum, yapmakla yükümlü oldukları açığa satış bildirimlerinin yapılmamasından ayrı ayrı sorumludur.

Gün içinde sahip olunmadan satılan ve aynı gün içinde kapatılan pozisyonlara ilişkin olarak da açığa satış tuşuna basılması zorunludur⁹². Zira, daha önce de ifade edildiği üzere, sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılması (çıplak açığa satış) da açığa satış düzenlemesi kapsamındadır⁹³.

Açığa satış işlemleri pay bazında, gerçekleşen tüm fiyat seviyelerinde açığa satış ağırlıklı ortalama fiyat, açığa satış işlem hacmi, açığa satış

⁹⁰ Howell, Reporting Rules, s. 83.

⁹¹ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Prosedürü, N. 5.8.4, s. 96.

⁹² Bu hususun hatırlatılmasına ilişkin bkz. SPK'nın 11.02.2021 tarih ve 7/211 sayılı ilke kararı.

⁹³ Bkz. Yukarıda, "VII, 1. Karşılığı Olmayan (Çıplak) Açığa Satış Yasağı".

sözleşme sayısı belirtilerek günlük bültenler ile ilan edilir⁹⁴. Ayrıca, pay bazında haftalık olarak en düşük açığa satış fiyatı, en yüksek açığa satış fiyatı, açığa satış işlem hacmi, açığa satış işlem adedi olarak da ilan edilir⁹⁵. Böylece, açığa satışı yapılan her bir payın açığa satış hacmiyle ilgili hem yatırımcılara hem de düzenleyici otoritelere bilgi sağlanır. Ancak, AB düzenlemelerindeki gibi açığa satış yatırımcılarının kimlikleri ilan edilmez. AB'deki düzenleme uyarınca açığa satış yatırımcılarının kimliklerinin açıklanmasına getirilen eleştirilen doğrultusunda, ülkemizde açığa satış yatırımcılarının kimliklerinin bültenlerle kamuya açıklanmaması, bu işlemlerin piyasaya sağladığı yararları artırması açısından yerindedir.

Açığa satış bildiriminde bulunmadan açığa satış işlemi yapanlara, Kurul tarafından 20.000,00 TL'den 250.000,00 TL'ye kadar idari para cezası verilir (SerPK m. 103/1). Fakat, yukumculuğa aykırılık dolayısıyla menfaat temin edilmiş olması halinde verilecek idari para cezasının miktarı bu menfaatin iki katından az olamaz. 20 Şubat 2020 tarihli 7222 sayılı Kanun m. 36 ile ayrıca, tüzel kişilere, aykırılığın ağırlığı ve etkilediği mağdur sayısı dikkate alınarak asgari miktardan az olmamak üzere bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında yer alan brut satış hasılatının %1'i ile vergi öncesi karının %20'sinden yüksek olanına kadar idari para cezası verileceği düzenlenmiştir⁹⁶. Böylece, tüzel kişi yatırımcılar ve aracı kurumlar için idari para cezası ağırlaştırılmıştır.

⁹⁴ Bkz. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/468/pay-piyasasi-verileri-bulten-verileri> ; (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁹⁵ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Prosedürü, N. 5.8.4, s. 96. Ayrıca bkz. Borsa İstanbul A.Ş. pay piyasası verileri <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/303/pay-piyasasi-verileri-piyasa-verileri> (Erişim Tarihi: 06.01.2022). Türkiye'de açığa satışlar işlem hacmi olarak izlenir. Açığa satış emirleri Borsa İstanbul'a bildirilir; ancak açığa satış pozisyonlarını kapatan alım işlemlerinin bildirim yapılmaz. Bu nedenle, belirli bir açığa satış pozisyonunun kapatılıp kapatılmadığı bilgisine ulaşmak mümkün olmaz. Ülkemizde uygulanan açığa satış emirlerinin bildirim yükümlülüğü, yalnızca başta verilen satım emrinin bildirim olduğu ve daha sonra pozisyonun kapatılması için verilen alım emirlerinin bildirim yapılmadığı için, söz konusu açığa satış pozisyonunun kapatılıp kapatılmadığını göstermediği; oysa açığa satış işlemlerinin riskinin doğru değerlendirilebilmesi için bu bilginin de gerekli olduğu hususunda bkz. **Ugan**, s. 60-61.

⁹⁶ Nitekim, SPK'nın 13.07.2020 tarihli duyurusu uyarınca, sermaye piyasası düzenlemelerine aykırı olarak gerçekleştirilen açığa satış işlemlerine ilişkin incelemeler sonucunda, 7 aracı kurum ve 18 yatırımcıya idari para cezası uygulanmıştır. SPK'nın 26.11.2020 tarihli ve 2020/73 sayılı kararında da 27 aracı kuruma ceza verildiği duyurulmuştur. SPK'nın 01.04.2021 tarihli ve 2021/17 sayılı bülteninde de, on yabancı yatırımcıya, verilen satım emrinin açığa satış olduğunun emrin verilmesi esnasında aracı kuruma bildirilmemesi suretiyle usulsüz açığa satış işlemlerinde bulunulması ve dolayısıyla

8. Diğer Sınırlamalar

Yalnızca açığa satırlara ilişkin öngörölme de açığa satırların yol açabileceği sakıncaların engellenmesi için de başvurulmuş, piyasanın bozulmasını önleyici devre kesici uygulamasına, takas yönteminin değiştirilerek brüt takas uygulamasına geçilmesine, volatilité bazlı tedbir sistemi uygulamalarına ve de Borsa İstanbul'a özgü bazı seanslarda açığa satış yapılamamasına veya bazı emir türlerinin açığa satış olarak girilememesine de kısaca değinmek gerekir.

Devre kesici (*circuit breaker*) uygulamasında, payların fiyatı hızla değiştğinde panik satırlarını geciktirmek için işlemler geçici olarak durdurulmaktadır. Fiyat değişimi borsa tarafından belirlenmiş eşik değere ulaştığında veya bu değeri aştığında, işlemler otomatik olarak geçici olarak durmaktadır⁹⁷. Açığa satırlar açısından önemi, sermaye piyasası araçlarında belirlenen eşige ulaşan ya da bu eşige aşan fiyat düşüşlerinde işlemler otomatik olarak durdurulduğu için açığa satırları önleyerek, açığa satırlar sonucu fiyatların daha da aşağı çekilmesini engellemesidir. Ülkemizde, 10.01.2011 tarihinde otomatik seans durdurma sistemine başlanmıştır. 30.11.2015 tarihinden itibaren ise otomatik seans durdurma sistemi BISTECH geçişi ile birlikte yürürlükten kaldırılmış, yerine devre kesici uygulaması getirilmiştir⁹⁸. 10.08.2020 tarihi itibarıyla geçerli olmak üzere, pay bazında devre kesici sistemine ilave olarak, endekse bağlı devre kesici sistemi (EBDKS) devreye alınmıştır⁹⁹. Devre kesici Borsa İstanbul'da farklı pazarlarda farklı değişim oranlarına göre tetiklenmektedir¹⁰⁰.

Brüt takas uygulamasında, takas yöntemi değiştirilerek açığa satırların önüne geçilmektedir. Daha önce açığa satırların sakıncalarından birinin piyasa dolandırıcılığı suçuna yol açması olduğu belirtilmişti¹⁰¹. Piyasa dolandırıcılığı suçundaki tedbirlerden biri de takas yönteminin değiştirilerek brüt takas uygulamasına geçilmesidir. Zira, Kurul, bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarında sayılan fiillerin işlendiğine dair makul şüphe

Seri:V, No:65 sayılı Tebliğ'in 24. ve 28. maddelerine aykırılık nedeniyle ceza kesildiği duyurulmuştur.

⁹⁷ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi m. 27.

⁹⁸ Bkz. Borsa İstanbul A.Ş. pay piyasası işleyişi <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

⁹⁹ Borsa İstanbul A.Ş. Pay Prosedürü, N. 5.3.4, s. 80.

¹⁰⁰ Devre kesici tetikleme oranları için bkz. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi> (Erişim Tarihi: 25.08.2021).

¹⁰¹ Bkz. Yukarıda, "V. Açığa Satış İşleminin Sakıncaları".

bulduğunu tespit ederse, yatırımcı veya sermaye piyasası aracı bazında brüt takas uygulamasına geçilmesine karar verebilir (V-101.1 sayılı Tebliğ m. 18/1-a). Acığa satış işlemleri gerçekleştirilmesi suretiyle sağlıklı piyasa oluşumunun engellenmesi hâlinde de yatırımcının takas yükümlülüklerine altı aya kadar; sermaye piyasası aracında üç aya kadar brut takas zorunluluğu getirilebilir (Borsa İstanbul A.S. Piyasalarında Uygulanacak Gözetim Tedbirleri Yonergesi m. 6/ğ, 7/1). Kural olarak, takas uygulaması netleştirme esasına göre yapılmaktadır. Netleştirme uygulaması, örneğin bir payda gün içinde alım satım gerçekleştiren bir yatırımcının gün sonunda netleştirmeye tabi tutulması, satış toplamı alış toplamına mahsup edilerek T+2 takas gününde getirmesi gereken pay ya da nakit borcunun tespit edilmesidir. Kurul kararı sonucu netleştirme esas kaldırılan paylarda brüt takas uygulamasına geçilir ve bu paylarda alım yapmak isteyen yatırımcının işlem anında hesabında alımı karşılayacak tutarda nakit, satım yapmak isteyen yatırımcının da satımı karşılayacak miktarda sermaye piyasası aracı bulundurması gerekir¹⁰². Bu nedenle, brüt takas uygulamasına giren sermaye piyasası araçlarında açığa satış mümkün olmaz. Zira, yatırımcının hesabında olmayan sermaye piyasası aracının satım emri verilemez. Aynı gün (günlük) alım-satım yapılması mümkün değildir. Böylece, piyasa dolandırıcılığı şüphesi bulunan hâllerde Kurul'un yatırımcı ya da sermaye piyasası aracı bazında brüt takas uygulamasına geçmesiyle, açığa satışlar engellenmiş olur¹⁰³.

Volatilite Bazlı Tedbir Sistemi Borsa İstanbul pay piyasasında, fiyatlardaki yüksek fiyat oynaklığının getirdiği risklerden yatırımcıların korunması amacıyla devreye alınmıştır. Fiyat oynaklığının yüksek olduğu durumlarda uygulanacak beş kademeli tedbirlerden ilki bir ay süreyle birinci seviye açığa satış ve kredili işlem yasağı tedbiridir¹⁰⁴.

¹⁰² Tekin Memiş/Gökçen Turan, Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2020, s. 201, dn. 282.

¹⁰³ 01/10/2020 tarihinde devreye alınan Pay Piyasası yeni pazar kurallarına göre Alt Pazar, Yakın İzleme Pazarı ve Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nda takas işlemleri brüt takas esaslarına göre gerçekleştirilmektedir. Brüt takas, Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da, Borsa İstanbul ve SPK tarafından getirilen tedbir uygulamalarına bağlı olarak pay bazında süreli olarak uygulanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi> ve <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

¹⁰⁴ BIST 2021/77 sayılı duyurusuyla, 15.11.2021 tarihinden itibaren üç kademe olan tedbir sistemi beş kademeye çıkarılmış ve tedbir süreleri 15 günden 1 aya uzatılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/334/volatilite-bazli-tedbir-sistemivbts> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).

Son olarak, Borsa İstanbul pay piyasasında bazı emir türlerinin açığa satış olarak girilemeyeceği, bazı seanslarda da açığa satış yapılamayacağı düzenlenmiştir¹⁰⁵.

VIII. Değerlendirme ve Sonuç

Açığa satışlar, finansal kriz anlarında ilk yasaklanan ya da sınırlandırılan sermaye piyasası işlemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye piyasası skandallarından da sıkça duyduğumuz bu işlem piyasa manipülasyonu ile ilişkilendirilmekte, açığa satış yatırımcılarının sıkıştırılması gibi piyasa bozucu eylemlerde rol oynadığı ve uzun pozisyona göre daha riskli olduğu için düzenleyici otoriteler tarafından kontrol altında alınmaya çalışılmaktadır. Öte yandan, piyasa likiditesi sağlanması, ederinden fazla fiyatlanmış sermaye piyasası araçlarıyla ilgili piyasaya bilgi vermesi ya da diğer yatırım yöntemlerinin risklerinden korunmayı sağlaması gibi yararları da bulunduğu için tamamıyla ve kalıcı olarak yasaklanmamaktadır.

Açığa satışlar, genel bir ifadeyle sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılması (karşılığı olmayan, çıplak açığa satış) olarak ifade edilmektedir. Sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının ödünç alınarak satılması da açığa satıştır (karşılığı olan açığa satış). Açığa satış pozisyonunda yatırımcı, ileride fiyatın düşeceği inancıyla şimdiden, fiyatlar yüksekken, portföyünde olmayan sermaye piyasası aracını ödünç alarak satmayı, umduğu şekilde fiyatlar düşünce de düşük fiyattan bu araçları satın alıp ödünç verene teslim etmeyi amaçlamaktadır. Ülkemizde hem karşılığı olan hem de karşılığı olmayan açığa satış düzenleme kapsamındadır. Karşılığı olmayan açığa satışlar, açığa satış pozisyonunun aynı gün kapatılması durumunda takas yükümlülüğü doğurmamaktadır. Ancak aynı gün kapatılmayan açığa satış pozisyonlarında temerrüt oluşmaması için açığa satılan sermaye piyasası araçlarının ödünç alınması gerekir. Ülkemizde ödünç pay piyasası ödünç işlemlerinin gerçekleştirilmesine yardımcı olmakta, Takasbank'ın bu piyasada merkezi karşı taraf rolünü üstlenmesi de olası temerrüt risklerini bertaraf etmeye yaramaktadır.

Açığa satış işlemlerine çeşitli sınırlamalar getirilmektedir. Açığa satışlarda yukarı adım kuralı, aracı kurumların özsermaye yeterliliğinin aranması, yatırımcılardan teminat talep edilmesi, ilişkili kişilere getirilen açığa satış yasağı, devre kesici uygulaması, brüt takas uygulaması, volatilité bazlı tedbir sistemi gibi sınırlamalar ülkemizdeki sınırlamalardır. Açığa

¹⁰⁵ Bkz. Borsa İstanbul Pay Prosedürü <https://borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-proseduru.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2022).
YUHFD Cilt. XIX Özel Sayı (2022)

satışların yararları nedeniyle tamamıyla ve kalıcı olarak yasaklanmaksızın bu şekilde sınırlandırılmasının yerinde ve modern sermaye piyasası düzenlemeleriyle paralel olduğu kanaatindeyiz.

Dünya sermaye piyasalarında, açığa satışlarda şeffaflığın sağlanabilmesi için bu işlemlerin düzenleyici sermaye piyasası otoritesine raporlanması ve/veya kamuya açıklanmasına yönelik düzenlemeler vardır. Açığa satış işlemlerinin yetkili sermaye piyasasına raporlanması bu işlemlerin kontrol altında tutulabilmesi için yerindeyken, özellikle açığa satış yapanların kimliğinin kamuya açıklandığı uygulamalar, açığa satış yatırımcılarının yatırım kararlarını ifşa etmesi ya da açığa satışıların sıkıştırılmasına (*short squeeze*) imkan vermesi nedenleriyle eleştirilmektedir. Bu nedenle ülkemizde açığa satış yatırımcılarının kimliklerinin kamuya ilan edilmemesinin yerinde olduğu kanaatindeyiz. Öte yandan ülkemizde açığa satış işlemlerinin borsaya bildirilmesi gerekmektedir. Zira, açığa satışlara ilişkin yasak ve sınırlamaların uygulanabilmesi için açığa satış işleminin bildirim şarttır. Bu bildirim emir verilirken açığa satış tuşunun işaretlenmesiyle yapılır. Karşılığı olmayan açığa satışlar da ülkemizde düzenleme kapsamında olduğundan, sahip olunmayan sermaye piyasası araçları satılıyorsa, burada da satış açığa satış tuşu işaretlenmelidir. Açığa satış pozisyonu gün içinde kapatılacak olsa da bu yükümlülüğe uyularak işlem yapılmalıdır. Zira, esasen açığa satış olan bir işlemin, açığa satış tuşu işaretlenmeden gerçekleştirilmesi durumunda açığa satışlar için öngörülen yasakların ve sınırlamaların uygulanması mümkün olmaz. Kurul da açığa satışları sınırlandırdığı duyurularında, gün içinde açığa satış tuşuna basılmadan yapılan ve aynı gün içinde kapatılan pozisyonların sınırlama ve yasak kapsamında olduğunu hatırlatmaktadır. Bu kurala uyulmadan işlem yapıldığının tespiti hâlinde yatırımcılara ve aracı kurumlara idari para cezası verilmektedir.

Belirli sermaye piyasası araçlarının açığa satılması mümkündür ancak en çok payların açığa satıldığı görülür. Ülkemizde Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören paylar ve borsa yatırım fonu katılma belgeleri açığa satış işlemine konu olabilir. Ancak Kurul'un gerekli gördüğü durumlarda belirli pay endeksleri dışında açığa satışlar yasaklanmaktadır.

Açığa satışlar ülkemizde 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu döneminde 2003 yılında çıkarılmış Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ ile düzenlenmektedir. Anılan tebliğ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatla uyumlu değildir. Açığa satışa aracılık hizmetinin hukuki niteliğinde açıklık bulunmaması hususu başta olmak üzere uyumsuzluklar göze çarpmaktadır. Bu nedenle, yaklaşık on dokuz yıldır yürürlükte olan

Seri: V No: 65 sayılı Tebliğ yerine sermaye piyasası mevzuatımızla uyumlu güncel bir açığa satış düzenlemesi öngörülmesi gerektiği; bunun sermaye piyasasının teknik ve dinamik yapısına uygun olacağı kanaatindeyiz.

KAYNAKÇA

- Akın** Nesrin , Sermaye Piyasası Hukukunda Açığa Satış İşlemleri, I. Ticaret Hukuku Kongresi Bildiri Özetleri, Aristo Yayınevi, İstanbul, Mayıs 2021.
- Aksoy** Mine, Açığa satış, menkul kıymet ödünç işlemleri, Türkiye ve Dünya uygulamalarının karşılaştırılması, Kadir Has Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2008.
- Aksoy** Mine/**Kurun** Engin, “Hisse Senetlerinde Açığa SATIŞ İşleminin Alternatifi Olarak Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanımı ve Türk Sermaye Piyasası İçin Öneriler”, Maliye ve Finans Yazıları, Y. 26, S. 94, Ocak 2012, s. 43-68.
- Altaş** Gökben, “Açığa Satış”, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 101, Ocak 2011, s. 8-22.
- Ata** Özlem, Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satım Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, İstanbul 2020.
- Bernal** Oscar/**Herinckx** Astrid/**Szafarz** Ariane, “Which Short-Selling Regulation Is the Least Damaging to Market Efficiency? Evidence from Europe” International Review of Law and Economics, Vol. 37, 244-256, 2014, s.1-45.
- Chohan** Usman W., “Counter-Hegemonic Finance: The Gamestop Short Squeeze”, January 28, 2021, s. 1-6.
- Colella** Frank G., “Pinch-Hitting for the IRS: Second Circuit Adopts Phantom Regulations to Curb a Monster Abuse of Financial Derivatives”, 4 Bus. Entrepreneurship & Tax L. Rev. 26, 2020, 1-33.
- Çakın** Tuğba, Impacts of Short Selling Restrictions on Stocks Traded At Borsa İstanbul, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014.
- Diamond** Douglas W./**Verrecchia** Robert E., “Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information”, Journal of Financial Economics 18, 1987, s. 277-311.
- Eken** Tayfur, “Küresel Finansal Krizden Sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma”, SPK Yeterlik Etüdü, Mart 2013.
- Evik** Ali Hakan, Sermaye Piyasası Araclarının Degerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipulasyon) Suçları, Ankara 2004.

- Fıkırkoca Asena Ekin/Altaş Gökben**, Short Selling of Securities in Turkey, TSPB Publication, Haziran 2015.
- Heater John/Liu Ye/Tan Qin Zhang Frank**, “Mandatory Short Selling Disclosure Could Lead to Investor Herding Behavior”, Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets, 23 Eylül 2021.
- Howell Elizabeth**, “Short Selling Reporting Rules in the EU and the US: A Greenfield Area” European Company Law Volume 12, Issue 2, 2015, s. 56-88. (*Reporting Rules*)
- Howell Elizabeth**, “Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis”, Journal of Corporate Law Studies 333, 16 (2), 2016, s. 1-38. (*Short Selling Restrictions*)
- Howell Elizabeth**, “The Regulation of Short Sales: A Politicised Topic”, Law and Financial Markets Review, 12:4, 2018, s. 1-11.
- Karabacak Serkan**, “Açığa Satış İşlemleri”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, İstanbul 2002.
- Karacan Ali İhsan**, Sermaye Piyasasında Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, Krediler ile Teminat Sözleşmeleri, İstanbul 2021.
- Kesici Emre**, Açığa Satış İşlemleri ve 2008 Finansal Kriz Sonrası SEC Düzenlemeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, No 7, 2011.
- Kırca İsmail**, Hukuki Yonuyla Borsa Opsiyon Sözleşmeleri, Ankara 2000.
- Macey Jonathan R.**, “Securities Regulation as Class Warfare”, Columbia Business Law Review, Forthcoming, February 20, 2021, 1-29.
- Memis Tekin/Turan Gokcen**, Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2020.
- Miller Edward M.**, “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, Journal of Finance 32, 1977, s. 1151-1168.
- Möllers Thomas M.J.**, “Market Manipulation Through Short Selling Attacks and Misleading Financial Analyses”, The International Lawyer; Chicago Vol. 53, Iss. 1, 2020, s. 91-126.
- Payne Jennifer**, “The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe”, European Business Organization Law Review, Volume 13, 2012, s. 413-440.
- Penezoğlu Yusuf Gökhan**, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul 2004.
- Siciliano Gianfranco/Ventoruzzo Marco**, “Banning Cassandra from the Market? An Empirical Analysis of Short-Selling Bans during the Covid 19 Crisis”, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 532/2020, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3657375, July 14, 2020, s. 1-32.

- Ugan** Gökhan, “Krizlerin Günah Keçisi: Açığa Satış”, Vobjektif, Ekim 2011, s. 54-61.
- Ulcickas** Simon D., “Internal Revenue Code Section 1259: A Legitimate Foundation for Taxing Short Sales Against the Box or a Mere Makeover?”, 39 William & Mary Law Review, 1998, s. 1355-1395.
- Yıldız** Burcak, Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında Yatırım Tavsiyeleri, Ankara, 2015.