

**TÜRKİYE
SERMAYE PİYASALARINDA
MERKEZİ KARŞI TARAF (MKT)
UYGULAMASI**

SEMİNER
AÇILIŞ - TEBLİĞ - PANEL

İSTANBUL, 2013

ISBN: 978-605-61296-8-1

**TÜRKİYE
SERMAYE PİYASALARINDA
MERKEZİ KARŞI TARAF (MKT)
UYGULAMASI**

Sempozyum

İktisadî Araştırmalar Vakfı Yayın No: 215
İstanbul, Haziran 2013

Yayına Hazırlayan:
A. Nahit ÖZEN

Kapak Tasarım ve Mizanpaj
Abdullah KIZILKAYA

İşbu kitap, 13 Mayıs 2013 Pazartesi günü, İstanbul Grand Cevahir Hotel Kongre Merkezi'nde gerçekleştirilen Seminerin açış konuşmaları, tebliğ, panel konuşma ve tartışmalarının A. Nahit ÖZEN tarafından derlemesidir.

Her hakkı İktisadî Araştırmalar Vakfı'na ait olup, adı geçen Vakıf'tan yazılı izin alınmadıkça, aynen veya kısmen iktibas edilemez. Kitap, Vakıf merkezinden temin edilebilir.

İKTİSADİ ARAŞTIRMALAR VAKFI

19 Mayıs Cad. No: 3 Golden Plaza Kat: 8
34360 Şişli / İSTANBUL
TEL : (0212) 233 21 07 (pbx)
FAX : (0212) 233 21 96
TELG : FOUNDATION ISTANBUL
E-mail : info@iav.org.tr
Web : www.iav.org.tr

İÇİNDEKİLER

AÇILIŞ OTURUMU

- İktisadi Araştırmalar Vakfı Başkanı Prof. Dr. Ahmet İNCEKARA	9
- Takasbank Genel Müdürü Murat ULUS	11
- Borsa İstanbul Başkan Yardımcısı Doç. Dr. Mustafa Kemal YILMAZ	15
- BDDK Başkanı Mukim ÖZTEKİN	19
- Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Dr. Vahdettin ERTAŞ	27

MİSAFİR KONUŞMACI

“Merkezi Karşı Taraflarda Risk Yönetimi Türkiye için En İyi Uygulamalar ve Öneriler”

Oturum Başkanı : Prof. Dr. Niyazi BERK Bahçeşehir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi	
Konuşmacı : Prof. Craig PIRRONG	37
University of Houston Bauer College of Business, Global Enerji Yönetimi Enstitüsü	
SORU- CEVAP	59

TEBLİĞ OTURUMU

“Hukuki Açından Merkezi Karşı Taraf ve Türkiye’deki Mevzuat”

Oturum Başkanı : Prof. Dr. Ayşe SÜMER Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi	
Konuşmacı : Doç. Dr. Mehmet Çağlar MANAVGAT	67
Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi	
SORU- CEVAP	93

MİSAFİR KONUŞMACILAR

“BM&F Bovespa Takas Kurumları ve LCH Clearnet Risk Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması”

Oturum Başkanı : Prof. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi	
Konuşmacılar : Sergio GULLO	103
BM&F Bovespa - Londra Ofisi	
: Louis Antonio VICENTE	113
BM&F Bovespa Risk Yönetimi Direktörü	

“Tezgaüstü Piyasalarda MKT: Sorunlar & Öneriler”

- Başkan** : **Muharrem KARSLI**
T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı ve
İktisadi Araştırmalar Vakfı Yönetim Kurulu Üyesi
- Katılımcılar** : **İbrahim PEKER**
Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı
- : **Dr. Cihan AKTAŞ**
T.C.M.B. Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar
Genel Müdür Yardımcısı
- : **Başak YETİŞEN TEKER**
BDDK Bankacılık Baş Uzmanı
- : **Dr. M. Cüneyt SEZGİN**
T. Garanti Bankası A.Ş. Yönetim Kurulu Üyesi
- : **Dr. Mehmet Ayhan ALTINTAŞ**
Takasbank Merkezi Risk ve Teminat Yönetimi Direktörü

AÇILIŞ OTURUMU

- **Prof. Dr. Ahmet İNCEKARA**
İktisadi Araştırmalar Vakfı Başkanı
- **Murat ULUS**
Takasbank Genel Müdürü
- **Doç. Dr. Mustafa Kemal YILMAZ**
Borsa İstanbul Başkan Yardımcısı
- **Mukim ÖZTEKİN**
BDDK Başkanı
- **Dr. Vahdettin ERTAŞ**
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı

SUNUCU

Sayın Başkanlarım,

Genel Müdürlerim,

Üniversitelerin Değerli Bilim İnsanları, Bauer College of Business University of Houston değerli bilim adamı, BM&F Bovespa'nın Değerli Temsilcileri, Finans Sektörü Temsilcileri ve Uzmanları, Çok Değerli Misafirler ve Basının Değerli Temsilcileri,

İktisadi Araştırmalar Vakfı'nın, Takasbank sponsorluğunda düzenlediği **“Türkiye Sermaye Piyasalarında Merkezi Karşı Taraf Uygulaması”** sempozyumuna hoş geldiniz, şeref verdiniz.

İktisadi Araştırmalar Vakfı ve Takasbank yönetimleri adına hepinize saygılarımızı sunarız.

Şimdi açılış konuşmasını yapmak üzere İktisadi Araştırmalar Vakfı Başkanı Prof. Dr. Ahmet İncekara Beyefendiyi kürsüye davet ediyorum.



Prof. Dr. Ahmet İNCEKARA
İktisadi Araştırmalar Vakfı Başkanı

Değerli Başkanlarım ve Değerli Genel Müdürlerim,
Sevgili Meslektaşlarım,
Değerli Bilim İnsanlarımız ve
Finans Sektörünün Çok Kıymetli Katılımcıları,

Takasbank ve İktisadi Araştırmalar Vakfı'nın ortaklaşa düzenlediği bilimsel sempozyuma hepiniz hoş geldiniz şeref verdiniz.

Sermaye piyasası finans kesimi açısından çok detaylı gibi görünen bir konu. Bilimsel olarak ele alınıp bir seminer konusu yapılıyor. Değerli dostum Murat Ulus'u ziyaret ettiğimde bu konuda bir seminer yapsak nasıl olur dediğimde, bizim işimiz zaten bu demişti. İktisadi Araştırmalar Vakfı bu sene 51. yılında slâytlarda da gördüğünüz gibi Türkiye'nin Dünya ekonomisinin hemen her alanında sorun olabilecek konulara, çözüm arayabilecek bilimsel yaklaşım getirecek, açılım getirebilecek hemen her konuyu ele almak id-

diasındadır. Bizler bilim insanları olarak Vakıf çalışmalarında tabii ki konuyu ele alalım diyen bir karşı taraf olması koşuluyla birçok konuyu şimdiye kadar ele aldık. 300'e yakın yurt içinde ve yurtdışında çeşitli kentlerde seminerler yaptık. Umarım maksat hasıl olur. Merkezi Karşı Taraf uygulaması bu konudaki riskler, finans sektörü açısından Türkiye ekonomisi açısından ele alınması gereken artık Türkiye ekonomisinin bu kadar dünya krizine rağmen istikrarlı kararlı yoluna devam ettiği bir dönemde ele alması gereken bir konu bölgesel güç iddiasında olan küresel bir vizyonu olan ülke ekonomisinin finans sektörünün bu konuları tabi ki öne çıkarması lazım. Bu konudaki riskleri, düzenlemeleri gözden geçirmesi gerekiyor ve bu sempozyum umarım ona katkı yapacaktır. Yine söylediğim gibi maksat hasıl olur. Takasbank Genel Müdürü Sayın Murat Ulus'a, SPK Başkanımıza, BDDK Başkanımıza, bilim insanlarına, diğer ülkelerden gelen misafir hocalarımıza ve davetli konuşmacılarımıza çok teşekkür ediyorum. Hepinizi saygıyla sevgiyle selamlıyorum.

SUNUCU

Prof. Dr. Ahmet İncekara'ya teşekkür ederiz.

Takasbank Genel Müdürü Murat Ulus'u konuşmasını yapmak üzere kürsüye davet ediyorum.



Murat ULUS
Takasbank Genel Müdürü

Sermaye Piyasası Kurulu,

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun sayın başkan ve üyeleri,

Borsa İstanbul, T.C. Merkez Bankası ve Sermaye Piyasaları ile Bankacılık sektöründe faaliyet gösteren diğer kurum ve kuruluşların saygıdeğer temsilcileri,

Değerli Akademisyenler,

İktisadi Araştırmalar Vakfı'nın Sayın Başkan ve Üyeleri,

İktisadi Araştırmalar Vakfı tarafından Bankamız sponsorluğunda organize edilen **“Türkiye Sermaye Piyasalarında Merkezi Karşı Taraf Uygulaması”** konulu sempozyuma teşriflerinizden dolayı tekrar teşekkür eder, hepinizi şahsım ve Bankam adına saygı ile selamlarım.

Değerli konuklar ve katılımcılar;

Merkezi Karşı Taraf hizmeti, merkezi takas kurumlarının piyasadaki işlemlerde alıcılara karşı satıcı, satıcılara karşı ise alıcı konumuna geçerek her iki tarafın taahhüdünü de üstlenmesidir.

Merkezi takas ve karşı taraf kuruluşları, hem riski hem de maliyeti düşürme gibi, aslında birlikte gerçekleştirilmesi imkansız gibi gözükken, iki önemli amaca hizmet eden sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu kuruluşlar merkezi takas fonksiyonları ile ihtiyaç duyulacak likidite ve teminat gereğini azaltırken, Merkezi Karşı Taraf fonksiyonları ile de spot veya vadeli işlemlerden kaynaklı karşı taraf kredi riskini kontrol altında tutarak, piyasalara duyulan güveni artırmaktadırlar.

Küresel kriz esnasında merkezi takas ve karşı taraf kuruluşlarının, sistemik riskin yönetiminde gösterdikleri başarı, kriz ertesinde düzenleme ve denetim otoritelerince kendilerine pek çok sorumluluk yüklenmesine neden olmuş, bu kuruluşlardan olan beklentiler daha da artmıştır. Merkezi takas ve karşı taraf kuruluşlarından olan beklentiler, ülkemizin de üyesi olduğu G-20'nin 2009 Yılı Pittsburgh Zirvesinde alınan, standartlaştırılabilen tezgah üstü türev ürünlerin takasının en geç 2012 yılı sonuna kadar Merkezi Karşı Taraf Tarafarca yerine getirilmesi yönündeki, taahhüt niteliğindeki kararla somutlaştırılmıştır.

Esasen ülkemiz sermaye piyasalarında Merkezi Karşı Taraf hizmetlerinin başlatılması, 2009 tarihli "İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı"nın da önemli hedeflerinden birisidir. Gerek G-20 taahhütleri, gerekse İstanbul Finans Merkezi vizyonu paralelinde izlenecek yol haritasını belirlemek için Sermaye Piyasası Kurulu koordinasyonunda BDDK, TCMB, Bankamız ve sektör temsilcilerinin katılımıyla muhtelif çalışmalar yapılmaktadır. Diğer taraftan 30 Aralık 2012 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile merkezi takas ve Merkezi Karşı Taraf hizmetleri için gerekli yasal çerçeve oluşturulmuştur. Aynı Kanun'un Geçici 8 inci maddesinde ise, Bankamızın yürütmekte olduğu sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili iş ve işlemleri, herhangi bir izne veya yetkiye gerek kalmaksızın "Merkezi Takas Kuruluşu" sıfatıyla yürütmeye devam edeceği düzenlenmiştir.

Ülkemizin yegane merkezi takas kuruluşu olan Takasbank, bankacılık li-

sansına sahip olmasının getirdiği birikim ve avantajları da kullanarak sermaye piyasası işlemlerinden kaynaklanan piyasa ve karşı taraf kredi risklerini merkezi olarak üstlenip yönetmek için gerekli teknik altyapı ve mevzuat çalışmalarına devam etmektedir.

Yapılan çalışmalarda; Uluslararası Menkul Kıymet Otoriteleri Birliği (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO) ve Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi (Committee on Payments and Settlement Systems, CPSS) tarafından belirlenen standartlar ve Avrupa Birliği düzenlemeleri başta olmak üzere uluslararası düzenleme ve standartlar göz önünde tutulmakta, Takasbank'ın uluslararası tanınırlık için aranacak kriterleri karşılaması hedeflenmektedir.

Amacımız; nezdimizde işlettiğimiz Takasbank Borsa Para Piyasası ve Ödünç Pay Senedi Piyasası ile Organize Türev Piyasalarda bu yıl Ağustos ayı itibarı ile Merkezi Karşı Taraf hizmetine başlamaktır. Bunları Hisse ve Borçlanma Araçları Piyasasında Merkezi Karşı Taraf olmamız izleyecektir. Bugün öğleden sonraki oturumda ele alınacak olan tezgah üstü türev işlemlerde ise, Merkezi Karşı Taraf hizmeti verilebilmesi için kat edilmesi gereken biraz daha uzun bir mesafe söz konusudur. Merkezi Karşı Taraf hizmetleri için gerekli risk ve teminat yönetimi teknik altyapısı ile Yönetmelik ve Yönerge düzeyindeki alt mevzuatın hazırlığı ile meşgul olduğumuz süreçte düzenlenen bu sempozyumun, hem uluslararası tartışma ve pratiği Ülkemize taşıma, hem de uluslararası uygulamaların yeni Sermaye Piyasası Kanunumuz ışığında irdelenmesi açısından yararlı olacağına inanıyorum. Bu vesile ile sempozyumun düzenlenmesinde emeği geçen, oturumlara katılım ve katkı sağlayan herkese ve teşekkürleriniz için de sizlere bir kez daha teşekkür ediyor, saygılar sunuyorum.

SUNUCU

Murat Beyefendiye teŖekkür ederiz.

Borsa İstanbul Başkan Yardımcısı Doç. Dr. Mustafa Kemal Yılmaz Beyefendiye konuşmasını yapmak üzere kürsüye davet ediyorum.



Doç. Dr. Mustafa Kemal YILMAZ
Borsa İstanbul Başkan Yardımcısı

Değerli Katılımcılar,

Ülkemiz sermaye piyasaları **önemli bir dönüşümün** içindedir. Bu dönüşüm kapsamında öncelikle Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile İstanbul Altın Borsası Borsa İstanbul çatısı altında birleşmiştir. Böylelikle sermaye piyasalarımızda **yatay entegrasyon** tamamlanmıştır. Bir sonraki adım Borsa, takas ve merkezi saklama kurumlarının aynı çatı altında toplanması ile gerçekleşecek **dikey entegrasyonu** sağlamaktır. Bu gelişmeler ile sermaye piyasamızın hizmet sağlayıcı tarafındaki kurumlar güçlenmiş olacak ve uluslararası açıdan daha fazla güven unsuru sağlayacaktır.

Finansal piyasaların işleyişi hızla değişmektedir. Bir yandan piyasalara yeni ürünler ve hizmetler sunulmakta, diğer yandan da yüksek hızlı ve algoritmik işlemler ile geleneksel işlem yapma kalıpları yerini daha dinamik yaklaşımlara bırakmaktadır. Diğer yandan, sınırlar arası işlem yapmanın önündeki yasal ve teknik engellerin kalkması dikkatleri işlem sonrası hizmetlerin

önemine çevirmiştir. Bu kapsamda gerek uluslararası düzenleyiciler gerekse ulusal gözetim otoriteleri işlem sonrası hizmetlere ilişkin düzenlemelere artan bir önem vermektedirler. Amerika'da **Dodd Frank Yasası**, Avrupa'da **MiFID II** ve **EMIR** (European Market Infrastructure Regulation) düzenlemeleri, **CPSS** (Committee on Payment and Settlement Systems) ve **IOSCO**'nun çalışmaları bu düzenlemelere örnek olarak verilebilir.

Yine ülkemizin de üyesi olduğu **G-20**'nin 2009 yılı Eylül ayında gerçekleştirilen Pittsburgh Liderler Zirvesinde, standart hale getirilecek tüm **tezga-hüstü türev sözleşmelerin** uygun görülecek borsalar veya elektronik alım satım platformlarında işlem görmesi ve işlemlerin Merkezi Karşı Taraflar nezdinde takasının gerçekleştirilmesi konularında uzlaşmaya varılmıştır. Hedef tarih olan 2012 yılı sonu itibarıyla üye ülkelerin yarısından azı ilgili düzenlemeleri hayata geçirmiş durumdadır. Düzenlemelerde öncülük eden ve OTC türev ürün işlem hacminin en yüksek olduğu AB, ABD ve Japonya'da düzenlemelerin yürürlüğe girişi bu yılın ortalarını bulacak, reformların tam olarak devreye alınması ise 2013 sonrasına kalacaktır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, yapılmakta olan ikincil düzenlemeler ve Takasbank'ın MKT rolü ülkemizin bu konudaki taahhütlerini yerine getirmesi açısından önemli aşamalardır.

Takas kurumları sermaye piyasalarının en önemli kuruluşları arasında yer almaktadır. Sermaye piyasalarının güvenilir ve etkin bir şekilde faaliyet göstermesinde takas sistemleri önemli rol oynamaktadır. Sağlam bir hukuksal altyapı üzerine oluşturulmamış, takas sürecinde doğabilecek risklere karşı uygun mekanizmalar ile donatılmamış takas sistemleri, sermaye piyasalarına duyulan güveni azaltmaktadır.

Mevcut durumda birçok piyasa için merkezi takas hizmeti veren Takasbank, takasa ilişkin uluslararası en iyi uygulamaları takip etmiş ve hizmet yelpazesini devamlı yenileyerek sermaye piyasalarımızın özel kurumlarından biri haline gelmiştir. **Türkiye sermaye piyasalarının yapısal dönüşümünün** gerçekleştiği bugünlerde Takasbank'ın gelişmiş ülkelerdeki benzerleri gibi merkezi karşı taraf hizmeti vermesi yönündeki hazırlıklar yoğun bir şekilde devam etmektedir.

Merkezi karşı tarafların en önemli **faydası karşı taraf riskini üstlenerek** piyasaların güven ve istikrar içinde işlemesine katkıda bulunmasıdır. Piyasada bir üyenin temerrüde düşmesi veya iflası sonucu oluşabilecek risk ve

güven kaybı Merkezi Karşı Tarafın etkin bir risk yönetimi yaparak hazırlıklı olduğunun tüm katılımcılar tarafından bilinmesi ile azalacaktır. Yine kriz dönemlerinde karşı tarafın riskini bilemedikleri için işlem yapmaktan imtina eden ve bu sebeple mağduriyete uğrayan piyasa katılımcıları için yaptıkları işlemlere ilişkin garanti veren bir kurumun olması güven içinde işlem yapmalarına yardımcı olacaktır.

Merkezi karşı taraf, basit bir anlatımla riskin bir havuzda toplandığı ve bu riskin tüm katılımcılar tarafından paylaşıldığı bir mekanizmadır. Bu mekanizma içerisinde riskin çok iyi hesaplanması ve gerçek zamanlı takip edilmesi büyük önem taşımaktadır. Merkezi karşı taraflar gelişmiş yöntemlerle hesapladıkları risklere karşı başlangıç teminatı ve gün içerisinde değişen koşulları takip ederek aldıkları değişken teminat ile takas riskine karşı önemli savunma hattı oluşturmaktadırlar. Merkezi karşı tarafların sermaye piyasalarına en **önemli katkılarından biri de sistemdeki riski ve savunma hatlarını devamlı takip ederek piyasalardaki güveni artırması ve sistemik riski azaltmasıdır.**

Merkezi karşı tarafların sunduğu **bir diğer hizmet etkin bir teminat yönetimidir.** Teminatların tek bir çatı altında toplanması hem farklı piyasalardaki teminat ihtiyaçları arasında geçişkenliği kolaylaştırması hem de piyasa katılımcılarına operasyonel anlamda kolaylık getirmesi açısından önemlidir.

Takasbank'ın MKT hizmeti verecek olması düzenlendiği mevzuatın **uluslararası normlar ve en iyi uygulama kuralları göz önünde** bulundularak hazırlanması ve bu sayede takas kesinliği, temerrüt düzenlemeleri ve ilgili her hususta sağlam bir hukuksal altyapı üzerine kurulması, **uluslararası finans merkezi** olma yolunda önemli kazanımlardan biridir.

Merkezi karşı taraf hizmeti ile birlikte Borsamız piyasalarındaki **risklerin gerçek zamanlı izlenmesi, teminat yönetiminin tek bir yerden yapılması** ve piyasalardaki işlemlerin **takasının garanti edilmesi**, sermaye piyasalarımızı gelişmiş piyasalar seviyesine taşıyacak önemli adımlardan biri olacaktır. Takasbank bu sayede diğer borsalarla gerçekleştireceğimiz uluslararası bağlantı ve işbirliği projelerimizde de Borsamıza yardımcı olabilecek, gücümüze güç katacaktır.

SUNUCU

Doç. Dr. Mustafa Kemal Yılmaz Beyefendiye teşekkür ederiz.

Konuşmasını yapmak üzere Bankacılık ve Denetleme Kurumu Başkanı Mukim Öztekin Beyefendiyi kürsüye davet ediyorum.



Mukim ÖZTEKİN
BDDK Başkanı

Sayın SPK Başkanı,
Sayın Borsa İstanbul Başkanı ve
Değerli Konuklar,

İktisadi Araştırmalar Vakfı tarafından düzenlenen bu uluslararası sempozyumda olmaktan duyduğum memnuniyeti ifade ederek sizleri saygıyla selamlıyorum.

Küresel kriz sonrasında, tüm gelişmiş ekonomilerin bir anda önemli gündem maddelerinden biri haline gelen, merkezi karşı taraflar hakkındaki, bu sempozyumun düzenlenmesine katkısı olan herkesi kutluyorum. Sempozyumun, hem finans sektörü hem de reel sektör için, merkezi karşı tarafların fonksiyonunun ve etkinliğinin anlaşılmasına katkı sağlayacağına yürekten inanıyorum.

Sayın Başbakan Yardımcım, Değerli konuklar,

Sizlerin de yakından takip ettiği üzere, küresel krizde birçok ülke, ciddi

finansal sıkıntılar yaşamış ve bunlardan bazıları iflasın eşiğine gelmiştir. Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Avrupa Birliği ülkelerinin finansal otoriteleri başta olmak üzere, ulusal ve uluslar arası platformlarda, küresel krizin nedenleri yakından incelenmiş ve incelenmeye devam edilmektedir. Ülkemizde izlenen başarılı makro ekonomik politikalar sayesinde, küresel piyasaları sarsan kriz, hafif bir şekilde atlatılmıştır. Krizin üzerinden uzun bir süre geçmesine rağmen, birçok ülke, hala pozitif büyüme oranlarına ulaşamamışken, söz konusu dönemde ülkemiz ekonomisinin sergilediği başarılı performansa, gıpta ile bakılmaktadır.

Sizlerin de bildiği gibi, her ekonomik kriz, finansal sistemdeki eksiklikleri işaret etmiş, sisteme ilişkin düzeltme ve yeniden düzenleme fırsatlarını beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede son küresel kriz sonrasında, düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından, finansal sistemin yapısı, küresel ölçekte sorgulanmaya başlanmış ve krize neden olan piyasadaki sorunların giderilmesine yönelik olarak önerilerde bulunulmuştur.

Küresel krizin nedenlerine yönelik yapılan çalışmalarda, krizin en önemli sebeplerinden birinin; **“tezgah üstü piyasalarda yapılan spekülâtif amaçlı türev işlemler”** olduğu görülmüştür. Söz konusu türev işlemlerin, **“ karmaşık yapıları”** ve **“spekülâtif amaçlı”** kullanımları, krizin etkisinin beklenenden daha derin ve uzun yaşanmasına neden olmuştur. Bu durum, **“şeffaflıktan uzak”** ve **“yasal düzenlemelere tabi olmayan”**, tezgah üstü piyasada işlem gören türev işlemlerin, giderek daha yoğun bir şekilde tartışılmasına yol açmıştır.

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) verilerine göre, 1998 yılında 80 trilyon dolarlık büyüklüğe sahip olan global tezgah üstü türev piyasası, katlanarak artmış ve 2012 yılsonu itibarıyla 633 trilyon dolarlık büyüklüğe ulaşmıştır. Söz konusu büyüklük dikkate alındığında, taşıdığı riskler konusunda, kimsenin yeterince fikir sahibi olmadığı bu piyasaya ilişkin, ciddi düzenlemeler yapılmasının gerekliliği, ortaya çıkan finansal krizle birlikte, geç de olsa, acı bir tecrübeyle anlaşılmıştır.

Özellikle **“AIG”** (eyaycı), **“Bear Stearns”**, **“Lehman Brothers”** gibi finansal kuruluşların gerçekleştirdikleri, türev işlemler nedeniyle, üstlendikleri riskin büyüklüğü ve piyasanın genelinde yarattığı **istemik riskin**, yıkıcı etkiler oluşturduğuna beraber şahit olduk. Küresel kriz sürecinde yaşanan tecrübeler, tezgah üstü türev piyasasında gerçekleştirilen işlemlere ait bilgi-

lerin, daha şeffaf hale getirilmesini zorunlu kılmıştır. Bu doğrultuda, bir kısım standartlar çerçevesinde, türev işlemlerin takasının, **“merkezi karşı taraf”** kurumu nezdinde gerçekleştirilmesi gündeme gelmiştir. Ülkemizde uluslar arası gelişmeler takip edilerek, 2009 yılında İstanbul Finans Merkezi Strateji ve Eylem Belgesi'nde bu konuya yer verilmiştir.

Söz konusu Eylem belgesinde;

“Türkiye piyasalarında henüz sunulmayan veya yeterli işlem hacmine ulaşmamış, İstanbul’u, cazip bir finans merkezi haline getirebilecek, gelişme potansiyeli yüksek finansal ürün ve hizmetler için, gerekli altyapı oluşturulacaktır.” denilerek, ülkemizde de merkezi karşı taraf gibi bir yapının tesisine yönelik ilk adım atılmıştır. Başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere, dünyada türev ürünler, ağırlıklı olarak, işlemlerin şeffaf olmadığı ve tarafların işlemlerden doğabilecek riskleri, kendilerinin yönettikleri, tezgah üstü türev piyasalarında gerçekleşmektedir.

Özellikle son yıllarda, geleneksel türev ürünlerin yanı sıra, daha karmaşık ve kullanıcıya özel diye tabir edilen, özelleştirilmiş türev ürünlerin sayısı ve hacminde gözle görülür bir artış meydana gelmiştir. Bu tür ürünlerin, neredeyse tamamı, tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmaktadır. Bu çerçevede, tezgah üstü piyasalardaki türev işlemlerin takasının, sağlıklı ve etkin bir şekilde işlemesine, piyasa katılımcıları ile piyasanın genelinin barındırdığı risklerin takip edilebilmesine olanak sağlaması açısından, işlemlerin, **bir merkezi takas kurumu vasıtasıyla yapılması** önem arz etmektedir. Buna uygun olarak, bu piyasada işlem gören türev ürünlerin, **belirli standartlara bağlanarak, sıkı düzenleme ve denetime tabi, güçlü sermaye yapısına sahip**, merkezi karşı taraflar aracılığıyla yapılması fikri, uluslar arası mecerada benimsenmiştir.

Piyasa katılımcıları açısından, şeffaf olmayan piyasa koşulları ve heterojen yapıdaki **karşı taraf riskini**, belli standartlara kavuşturan **merkezi karşı tarafın**, finansal piyasalara sunacağı katkılardan bazılarını belirtmek istiyorum:

- Etkin bir risk yönetimine sahip olan merkezi karşı taraf, piyasanın tümü için sistemik riskin azalmasına katkı sağlayacaktır.
- Merkezi karşı taraf aracılığıyla işlem yapıldığında, sorunlu karşı tarafların, temerrüt etme riski ortadan kaldırılacaktır.

- Merkezi karşı taraf, takas sistemlerinde karşılaşılan risklerin, tek elden yeniden dağılımını sağlayacak ve takastan kaynaklanabilecek riskler azalacaktır.
- Çok taraflı netleştirme imkanı sağlaması nedeniyle, piyasa katılımcıları açısından, operasyonel maliyetler ve likidite maliyetleri, önemli düzeyde azalacaktır. Bunun sonucunda, piyasa katılımcılarının sayısı, işlem hacmi ve bunlara bağlı olarak piyasa büyüklüğü artacaktır.
- Takas üyelerinin, her bir karşı taraf bazında yaptıkları **izleme ve gözetime yönelik maliyet**, karşı tarafın, tek bir merkezi karşı taraf kurumu olmasından dolayı azalacaktır.
- Merkezi karşı taraf sisteminin, yerel piyasalar ve müşteriler hakkında yeterli bilgiye sahip olmayan yabancı yatırımcıları da cezbedeceğini düşünüyorum.

Ancak, merkezi karşı taraflarla yapılan işlemlerde, **karşı taraf kredi riski**, önemli ölçüde azaltılmış, piyasa katılımcıları için belli standartlara bağlanmış ürünler sunulsa da, etkin bir şekilde yönetilmeyen merkezi karşı tarafların temerrüt yaşaması durumunda, sistemik riski azaltmak yerine, ciddi bir sistemik riske yol açabileceği, üzerinde dikkatle durulması gereken bir konudur. Tarihte, merkezi karşı tarafların temerrütlerine çok nadir de olsa rastlanılmıştır. Bundan dolayı merkezi karşı tarafların, etkin bir risk **yönetimine** sahip olması önemlidir. Merkezi karşı taraf denildiğinde, akla gelen en önemli konu **türev işlemler** olduğundan, bu işlemlere bakış açımızla ilgili birkaç hususa değinmek istiyorum.

Kurum olarak izlediğimiz **ihtiyatlı politikalar** çerçevesinde, bankalarımızı, türev işlemlerin, maruz kalınan riskleri “hedge edecek” araçlar olarak görülmesi, “**yüksek kaldıraçlı spekülasyon türev işlemlerden**” kaçınılması konusunda, sürekli olarak uyardık ve bankalarca yapılan türev işlemleri, yakından takip ettik. Bu sayede, küresel kriz sürecinde, türev işlemlerden kaynaklı bir sıkıntı yaşamadık. Bu arada, türev işlem piyasası hakkında, bazı sayısal bilgiler aktarmak istiyorum. 2012 yılsonu itibariyle, Türk Bankacılık Sektörü'nün toplam türev işlem hacmi, 183 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu hacmin yaklaşık %70'ini swaplar, %19'unu opsiyon işlemleri, %11'ini forward ve diğer türev işlemler oluşturmaktadır. İşlemlerin karşı taraflarına bakıldığında, bu işlemlerin %82'sinin mali kesimle, %18'inin ise

gerçek veya tüzel kişilerle yapıldığı görülmektedir. Türev işlemlerle ilgili diğer önemli bir husus da, işlemlere taraf olanların, bu işlemler hakkında “**yeterli bilgiye**” sahip olmaları gerektiğidir. Bankaların, reel sektörle, özellikle gerçek kişilerle yaptığı türev işlemlerde, **bilhassa opsiyon işlemlerinde**, müşterilerin üstlendiği riskleri, yeterince “**anlamadığına**” tanık oluyoruz. Müşteri, bu tür işlemlerde, getirilerin cazibesine kapılmadan, ciddi risk üstlendiğinin ve büyük miktarlarda zarara uğrayabileceğinin farkında olmalıdır. Otorite olarak, bankaların bu konuda müşterilerini yeterince bilgilendirmesine önem veriyoruz.

Merkezi karşı taraf, birbirleriyle işlem gerçekleştirmek isteyen taraflardan, alıcı olan için satıcı, satıcı olan için ise alıcı rolünü üstlenerek, maruz kalılabilecek **karşı taraf kredi riskini**, önemli ölçüde azaltmaktadır. Merkezi karşı taraf sisteminin, ülkemizde gelişmesiyle, belirli standartlara bağlanmış türev işlemlerin, bu sistem üzerinden gerçekleştirileceğini ve taraflarca üstlenilen risklerin, önemli oranda azalacağını düşünüyorum. Ancak, belirli bir standarda bağlanamayan türev işlemler ile bu sisteme erişimi mümkün olmayan kişilerden kaynaklanan risklerin de olabileceğinin farkındayız. Bu sebeple, sıkı gözetim ve denetimin devam edeceğini belirtmek isterim.

Merkezi karşı taraflara ilişkin olarak değinmek istediğim bir diğer konu; “**Basel standartları**”dır. Basel III düzenlemeleri ile, merkezi karşı taraflardan kaynaklanan risklerin, bankalarca, sermaye yükümlülüğü hesaplamalarında, nasıl dikkate alınacağı ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Basel III çerçevesinde, tüm merkezi karşı taraflar eşit **kabul edilmemekte, Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi (CPSS) ve Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Kurulu (IOSCO)** kriterlerine uyum sağlayan ve bu çerçevede denetlenen merkezi karşı taraflar; “**nitelikli merkezi karşı taraf**” olarak kabul edilmektedir. Söz konusu kriterleri sağlamayan merkezi karşı taraflar ise; “**nitelikli olmayan merkezi karşı taraf**” olarak değerlendirilmektedir.

Merkezi karşı tarafların nitelikli olup olmaması hususu, bankalarca, merkezi karşı taraflardan kaynaklanan riskler için uygulanacak “**risk ağırlıklarının belirlenmesindeki**” en önemli faktördür. Basel III düzenlemelerine göre, nitelikli de olsa, merkezi karşı taraf ile yapılan işlemler için, **düşük bir risk ağırlığı** uygulanmaktadır. Bu durum, merkezi karşı tarafların, tümüyle risksiz bir taraf olarak **değerlendirilmemesi** gerektiğini ortaya koymaktadır.

Basel III düzenlemelerinin, mevzuatımıza kazandırılmasına yönelik çalışmalarımız devam etmekte olup, ilk taslakları hazırlanmış olan düzenlemeleri, önümüzdeki günlerde kamuoyu ile paylaşacağımızı buradan duyurmak istiyorum. Türev işlemlerindeki karmaşık yapının yol açtığı risklerin, otoriteler tarafından yakından takip edilmesi, gelecek dönemde finansal piyasaların istikrarı için önem arz etmektedir.

İstanbul Finans Merkezi (İFM) projesi kapsamında, Türk finansal sisteminin, küresel finans sisteminde ön plana çıkmasını hedefleyen, yasal alt yapıyı güçlendirmeye yönelik çalışmalara hız verilmiştir. Bu doğrultuda, uluslararası düzenlemelerle uyumlu olarak hazırlanan, yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda, merkezi karşı taraf tanımına yer verilmiştir. Merkezi karşı taraf sisteminin kurulmasıyla; riskler ve risk teminat değerinin, piyasa koşulları çerçevesinde, **gerçek zamanlı ölçülerek**, takas risklerinin azaltılması, risk ile uyumlu teminatların alınması amaçlanmaktadır. Takasbank, merkezi karşı taraf çalışmalarını, hali hazırda Sermaye Piyasası Kanununun ilgili maddelerinde çerçevesi çizilmiş olan esaslar dahilinde sürdürmektedir.

Bu kapsamda, Takasbank tarafından, Borsa İstanbul piyasaları için;

- Yeni bir teminat hesaplama yönteminin belirlenmesi,
- Teminat çeşitleri ve değerlendirme yöntemlerinin tespit edilmesi,
- Teminatların takas merkezinde toplanması,
- Uygun bulunan piyasalarda, Takasbank'ın merkezi karşı taraf pozisyonunu üstlenmesi

çalışmalarına devam edilmektedir.

Sözlerime son vermeden önce;

- Merkezi karşı tarafların, güçlü bir yasal zemininin oluşturulmasına yönelik CPSS ve IOSCO standartları ile uyumlu alt düzenlemelerin yapılması,
- Takasbank'ın taşıyacağı sistemik riskin, göz ardı edilmemesi,
- Takasbank dâhil tüm merkezi karşı tarafların, güçlü sermaye yapılarının tesis edilmesi ve korunması hususunda gerekli çalışmaların koordineli olarak yürütülmesi,

- Takasbank'ın CPSS-IOSCO kriterlerine olan uyumluluğunun denetlenmesi

gerektiğini ifade etmek isterim.

Kurumlar arası işbirliği ile yürütülecek çalışmalar, ülkemiz finansal piyasaları için, doğru bir yaklaşım olacak ve Ülkemizin güzide kurumları, bu konuda da, üstün bir özveri ile gerekli çalışmaları yürütecektir.

Bu düşüncelerle, sempozyumun düzenlenmesine katkıda bulunan herkesi, bir kez daha kutluyor ve hepinize saygılarımı sunuyorum.

SUNUCU

Mukim Öztekin Beyefendiye teşekkür ederiz.

Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Dr. Vahdettin Ertay Beyefendiyi konuşmasını yapmak üzere kürsüye davet ediyorum.



Dr. Vahdettin ERTAŞ
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı

Sayın BDDK Başkanım,

İktisadi Araştırmalar Vakfı,

Borsamız ve Takasbank'ımızın değerli yöneticileri, sermaye piyasalarımızın ve basınımızın kıymetli temsilcileri,

Konuşmama başlarken sizleri saygıyla, sevgiyle selamlıyorum.

Bugün bizleri bir araya getiren İktisadi Araştırmalar Vakfı'na ve ülkemizin tek merkezi takas kuruluşu olan Takasbank yetkililerine teşekkür ediyorum.

Merkezi karşı taraf ile ilgili düzenleme çalışmalarımız son noktaya yaklaştı, dolayısıyla toplantının zamanlaması son derece isabetli olmuştur. Bugün toplantıda ortaya çıkan sonuçlarla birlikte yakın bir tarihte konuyla ilgili düzenleme çalışmalarımızı İnşallah tamamlamış olacağız.

Borsa İstanbul iç ve dış şartların olumlu etkisiyle tarihi rekorlar kırıyor. Borsamız geçen yıl % 55'e varan getiri performansı ile dünyanın en iyi performans gösteren ikinci borsası oldu. Pozitif performans seyrini 2013 yılında da sürdürüyor.

Gösterge tahvilin faizi % 5'in de altında ve tarihi dip seviyelerinde. Türkiye'nin kredi notunun artacağına dair beklentiler her geçen gün güçleniyor. Enflasyon beklentileri olumlu, merkez bankamızın mesajları faizlerin düşük kalmaya devam edeceği yönünde.

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu geçen yılın son gününde yürürlüğe girdi ve ikincil düzenlemeleri bu yılın sonuna kadar tamamlama görevini bize verdi. Sizlerin de yakından takip ettiği üzere piyasanın kuralları yeniden yazılıyor, taslaklarımızı kamuoyuyla ve paydaşlarımızla paylaşmaya özen gösteriyoruz. Tüm görüş ve öneriler bizim için değerli, tümünü değerlendiriyoruz. Takdir edersiniz ki herkesi mutlu edecek bir çözüm yok. Temel kriterimiz, ülkemizi önce 2023, ardından 2053 sonra da 2071'e taşıyacak kurumsal ve hukuki alt yapıyı oluşturmak.

Bu felsefeyle taslaklara son noktayı Kurul Kararı Organı koymakta, önümüzdeki haftadan itibaren yoğun bir şekilde sektörümüz yeni mevzuatla tanışacak. Biz bu nedenle 2013'ü değişim ve dönüşüm yılı diye isimlendirdik, asıl büyümeyi 2014'de bekliyoruz.

Ülkemizde iktisadi ve mali hayatı etkileyen pek çok düzenleme geçen yıl yeniden yazıldı. Borçlar Kanunu, Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansal Şirketler Kanunu, TTK ve son olarak da Sermaye Piyasası Kanunu.

Bunların yanında finans sektörü ile ilgili ihtisas mahkemeleri kurulması çalışmaları var. İstanbul Tahkim Merkezi ile ilgili çalışmalar var. Yasa tasarıları Hükümetimiz tarafından Meclise gönderildi. Özel sektörün ağırlıklı olduğu bir yönetim yapısıyla, iş dünyasının kendi arasındaki problemlerin, hızlı bir şekilde tahkim yoluyla çözülmesine imkân sağlayacak bir yapı öngörülüyor. Bu yapı sayesinde hem ekonomik anlaşmazlıklar hızlı çözümlenecek, hem de mahkemelerimiz üzerindeki yük azalacaktır.

İstanbul Finans Merkezi projesi kapsamında çalışmalar devam ediyor. İstanbul'u öncelikle bölgesel, sonrasında küresel bir finans merkezi haline getirmeyi amaçlayan proje kapsamında yürütülen 71 eylemden 29'u ta-

mamlandı, 27'sinde ise önemli yol kat edildi. Diğer eylemler hızla tamamlanıyor.

Bütün bunlar, 2023 yılında, yani Türkiye Cumhuriyeti'nin 100. Yıldönümünde, gayrisafi yurtiçi hasılamızın 2 trilyon doları, kişi başına gelirin 25 bin doları aşması, İstanbul'un da dünyadaki en önemli 10 finans merkezinden birisi olması yönündeki ülkemiz hedeflerinin kilometre taşları. Bu taşları vaktinde ve en uygun şekilde döşeyerek İnşallah hedeflerimize ulaşacağız ve yeni nesillere daha güzel bir ülke bırakacağız.

Son 10 yılda ekonominin diğer alanlarında gözlenen hızlı değişim ve büyüme sürecine aynı hızla cevap veremeyen sermaye piyasaları da yeni Kanun ve yeni yılla birlikte bu sürece dâhil olmaya başladı. Hedeflere daha yakından odaklandı. Borsalarımızın birleşmesi, halka arzlarla ilgili yeni anlayışımız ve kurallarımız, Takasbank Fon Platformu çalışmalarımız, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama konusundaki hassasiyetimiz, aracılık ve kurumsal yatırımcı sektörümüzün yeniden yapılanması yönündeki ilk adımlarımız bunlardan bir kaçı.

Pozitif tepki hem hisse sendi piyasasında, hem borçlanma senedi piyasasında, hem bireysel emeklilik sisteminde, hem de yatırımcı sayısında artarak devam ediyor. 2012 yılının ilk dört ayında 25 şirketin 22 milyar TL'lik borçlanma aracı (tahvil-bono) SPK kaydına alınırken, 2013 yılının ilk dört ayında bu rakam 53 şirket için 63,5 milyar TL'ye ulaştı. Artış %188.

Halka açılmalara baktığımızda ise, bir önceki senenin ilk dört ayında 4 adedi gelişen işletmeler piyasasında olmak üzere toplam 8 şirketin halka arzından 169 milyon TL gelir elde ederken, bu senenin ilk dört ayında halka arzı tamamlanan 4 şirketimizin halka arzından yaklaşık 1 milyar TL'lik hasılat elde edildiğini görüyoruz. Artış %490.

Bireysel emeklilik sisteminde geçen yılın ilk dört ayındaki katılımcı sayısı 124.825 kişi iken bu yılın ilk dört ayında 421.944 kişiye ulaşmıştır. Artış %237.

Benzer bir gelişme halka arzlara katılan yatırımcı sayısında da gözlenmektedir. Geçen yılın ilk dört ayında halka arz edilen şirketlerden hisse senedi alan yatırımcı sayısı 10.097 iken bu yıl ilk dört ayda 33.842'ye ulaşmıştır. Artış %235. Bu gelişmeler sermaye piyasamızın ne kadar gelişmeye açık ve açık olduğunu göstermektedir.

Finansal piyasalarda küresel boyutta yaşanan krizler, risk yönetiminin ne kadar önemli olduğunu bir kez daha ortaya koymuştur. Bu risklerden biri de takas işlemlerine yönelik riskler ve bu risklerin yönetimidir. Bugün bu riskleri minimize etmeye yönelik teknik bir konunun ülkemizde de başlatılması amacıyla bir araya gelmiş bulunuyoruz. Takas işlemlerinde oluşan karşı taraf riskinin merkezi karşı taraf tarafından üstlenilmesi olarak da ifade edilebilecek merkezi karşı taraf uygulaması ilk olarak türev piyasalarda başlamıştır. Günümüzde spot piyasalara da hızla yayılmaktadır.

Merkezi karşı taraf, ilgili piyasalarda gerçekleşen işlemlerde her alıcıya karşı satıcı, her satıcıya karşı da alıcı rolünü üstlenerek takasın gerçekleşmesini garanti eden kurum olarak tanımlanmakta.

Birçok Avrupa ülkesinde takas kuruluşları tarafından verilen merkezi karşı taraf hizmeti büyük bir ciddiyetle ele alınmakta. Biz de aynı ciddiyetle meseleye bakıyoruz, araştırıyoruz, inceliyoruz sonra da düzenlemesini yapacağız. Merkezi karşı taraflar, tarafların birbirlerine karşı almış oldukları değişken riskleri merkezileştirerek standartlaştırılmış bir risk yönetim sistemine dönüştürmektedir. Bu şekilde birden çok piyasada çok taraflı risk netleştirilmesi yapılabilmekte ve piyasa riski anlık olarak takip edilebilmektedir.

Bunun ötesinde, merkezi karşı taraflar, üyelerin ve müşterilerin risklerini çeşitli algoritmalar aracılığıyla gerçek zamanlı olarak izleyebilmektedir. Bu çerçevede olası riskler önceden tespit edilerek gerekli önlemler alınabilmektedir.

Merkezi karşı taraf uygulaması, piyasalarda likiditenin artmasına da katkıda bulunmaktadır. Artan likiditenin piyasadaki katılımcı sayısını ve işlem hacmini artırmasını, risklerin tek bir kurum tarafından takip edilmesi ve çok taraflı netleştirmenin gerçekleştirilmesi ile takas maliyetlerini de azaltmasını bekliyoruz.

Sistemin bizim gibi düzenleyici ve denetleyici kurumlar açısından da avantajları var. Piyasaların denetim otoritelerince izlenmesinde, teminat kabulü ve yönetiminin, risk ölçümünün, üye ve müşteri detayı tanımlanmasının, merkezi karşı tarafça tek bir merkezden yapılıyor olması önemli kolaylıklar sağlayacaktır.

İstanbul Finans Merkezi projesinin bileşenleri altında yer alan merkezi karşı taraf uygulamasının yasal alt yapısı, Sermaye Piyasası Kanunu ile dü-

zenlenmiş ve hem organize hem de tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerde merkezi karşı taraf uygulamasına geçilebilmesine yönelik hukuki zemin oluşturulmuştur.

Kanun'un 78. Maddesinde merkezi karşı taraf hizmeti sunacak kuruluşların faaliyet esasları ve bunların tabi olacakları kurallar düzenlenmiş, bu şekilde, söz konusu kuruluşlar gözetim ve denetim altına alınarak, alt düzenlemelerin Kurulumuz ve merkezi karşı taraf hizmeti verecek kuruluş tarafından hazırlanmasına imkân sağlanmıştır.

Takas riskini kendi bünyelerinde toplamaları sebebiyle, merkezi karşı tarafların, daha etkin bir risk yönetim sistemi kurmaları ve yeterli mali kaynaklara sahip olma gereklidir. Bu nedenle üstlenmiş oldukları mali riskler ile uyumlu yeterli düzeyde sermaye bulundurmaları zorunludur.

Mevcut durumda hukuki altyapı SPK ve Takasbank, teknik altyapı çalışmaları ise Takasbank tarafından sürdürülüyor. Bu bağlamda, sermaye piyasamızda Takasbank'ın kurulduğu yıldan bu yana sıklıkla tartışılan, ancak bir türlü hayata geçirilemeyen merkezi karşı taraf uygulamasının bu yıl içerisinde hayata geçirileceğini burada tüm piyasa katılımcılarına belirtmek isterim.

Sözlerime burada son verirken, merkezi karşı taraf uygulamasının ülkemize ve sektörümüze hayırlı olmasını diliyorum, katılımcılara ve toplantı organizasyonunda emeği geçen herkese teşekkür ediyorum.

SUNUCU

Dr. Vahdettin Ertay Beyefendiye teŖekkürlerimizi sunarız. Sempozyumun misafir konuŖmacı bölümüne geçiyoruz.

“Merkezi KarŖı Taraflarda Risk Yönetimi Türkiye İçin En İyi Uygulamalar ve Öneriler” konulu oturuma BahçeŖehir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi Prof. Dr. Niyazi Berk başkanlık edecektir.

Niyazi Bey buyurun.

MİSAFİR KONUŞMACI

**“Merkezi Karşı Taraflarda Risk Yönetimi
Türkiye için En İyi Uygulamalar ve Öneriler”**

Oturum Başkanı : Prof. Dr. Niyazi BERK
Bahçeşehir Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Öğretim Üyesi

Konuşmacı : Prof. Craig PIRRONG
University of Houston
Bauer College of Business,
Global Enerji Yönetimi Enstitüsü

Turkish Capital

SEMPOZYUM / SYMPOSIUM

13 MAYIS / MAY 2013 • İSTANBUL



Prof. Dr. Özgür İBRİHAM



Prof. Dr. Niyazi BİREK

akasbank



1962

İKTİSADİ
ARAŞTIRMALAR
VAKFI
ECONOMIC RESEARCH FOUNDATION

Prof. Dr. Niyazi BERK
Bahçeşehir Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Öğretim Üyesi

Sayın Başkanlar,

İktisadi Araştırmalar Vakfı'nın Değerli Başkan ve Yöneticileri,

Takasbank'ın Değerli Yöneticisi,

Kıymetli misafirler,

Hepiniz hoş geldiniz. Böyle bir sezpozzyuma bizleri davet ettiğiniz için teşekkür ederim. Buna zaman ayırarak gerçekten finans sektörünün önemli eksikliği olan bir konuyu gündeme getirdiğiniz içinde ayrıca finans ana bilim dalı adına da teşekkür ediyorum.

Bugün Türkiye'de yapılan düzenlemelerden sonra eksikliği önemli olan bir konu burada tartışılıyor. Söylemek istediklerimin birçoğunu Mukim Bey altını çizerek vurguladı. Prof. Craig Pirrong, sadece teorik olarak değil kendisi streetwise profesörü olarak biliniyor. Tecrübeleri teori ile değil bu konudaki kurumlara da danışmanlık yapıyor. Bunlar içerisinde Avrupa'da ki kurumlarda var. Kendisi Chicago Üniversitesinden mezun olduktan sonra değişik üniversitelerde görevler yaptı. Şimdi Houston üniversitesinde enerji yönetimi bölümü enstitünün başındadır. Böyle bir enstitü gerçekten Amerikan ekonomisine ne kadar değer katıyor, hepimizin takdirine değer ve diğer taraftan Türkiye'de de bu tür enstitülerin kurulması içinde kendisinden yararlanmamız gerekiyor. Çünkü Türkiye bir enerji koridoru üzerinde ve bu enerji koridoru Türkiye'nin gelecekteki gelişimini yönlendirebilecek bir durumdadır. Dolayısıyla kendisi gerçekten büyük bir nezaket gösterdiler. Be-

nimde hayranlıkla izlediğim değerli bir bilim adamıdır. Bu nedenle de kendisine çok teşekkür ediyorum.

şimdi konuşmasını yapmak üzere Prof. Craig Pirrong'u kürsüye davet ediyorum.



MERKEZİ KARŞI TARAFLARDA RİSK YÖNETİMİ TÜRKİYE İÇİN EN İYİ UYGULAMALAR VE ÖNERİLER

Prof. Craig PIRRONG
University of Houston, Bauer College of Business,
Global Enerji Yönetimi Enstitüsü

İstanbul, 13 Mayıs 2013

Aracı kurumda çalışırken 1978'de yaşanan krizde de orada görev yapıyordum ve çalıştığım şirketteki patronumun Chicago borsasında başkanlık yapmış bir kişi olduğunu öğrendim. Aynı zamanda Chicago'da ki takas kurumunda da başkanlık yapmış olduğunu öğrendim. 1978'de yaşanan mali kriz “**kara pazartesi**” olarak adlandırdığımız mali krizde 20 Ekim günü sabah işe gittiğimde patronumun gerçekten çok kötü görüldüğünü fark ettim ve dedim ki, dün gece gözünüze hiç uyku girmemiş gibi görünüyorsunuz ne oldu? çok kötü bir gece mi geçirdiniz? dedim evet dedi. Çünkü neredeyse takas kurumu batıyor dedi. Bana olup bitenleri anlattı ve gerçekten çok detaylı bir hikayeydi ve 20 Ekim'in sabahına kadar Chicago takas kurumunda yapılan takas işlemlerinin kapanıp kapanmayacağı ertesi gün kurumun tekrar açılıp açılmayacağı belli değilmiş. Bu hikayeyi duyduktan sonra bu konuyla daha çok ilgilenmeye başladım. Takas kurumları Dünya mali sistem ve takas kurumlarının getirebileceği hassasiyetler üzerine daha çok çalışmaya başladım. 25 yıldır bu konu üzerinde çalışıyorum ve edindiğim birikimleri bugün sizlere aktarmaya çalışacağım. Şunun da altını çizmem gerekiyor. Bazı takas kurumları battı ama 1978 krizinin sonucunda da bazı takas kurumları batmıştı. Mesela Hong Kong'daki takas kurumu batmıştı ve bunda getirdiği yıkıcı etkiler olmuştu.

Merkezi Karşı Taraf'ın getirdiği sistemik risklerden bahsedeceğim. Bütün standart türev işlemlerinin bir Merkezi Karşı Taraf aracılığıyla yapılması öngörülüyor. Merkezi Karşı Taraflar aslında sistemik risklere karşı bir kale, bir koruma vazifesi görüyor. Peki, bunu yerine getirmek için ve Merkezi Karşı Taraf'ların kendilerinin bir risk kaynağı olmasını engellemek için neler yapmamız gerek? Tabi ki Merkezi Karşı Tarafların yaptığı her şey sistemi ya da ilgilendiren önemli şeyler. Hatta mali piyasa altyapısında küresel mali piyasa altyapılarındaki en önemli yapı taşlarından bir tanesi Merkezi Karşı Taraf kurumları.

Şüphesiz ki Merkezi Karşı Taraflar sistemdeki bu önemleri nedeniyle sistemi etkileyen kurumlar ve dolayısıyla yaptıkları her şeyde attıkları her

adımda ve sistemi nasıl etkileyeceklerini de düşünmeleri gerekiyor. İhtiyatlı davranmaları gerekiyor ve bu nedenle makro ihtiyatı bir şekilde pozisyon alıyorlar ve yöntemler takip ediyorlar. Tabi bunu yaparken kendi üyelerinin kendi müşterilerinin de çıkarlarını gözetiyorlar. Şunu düşünmemiz gerek, genel mali sistemi düşündüğümüzde Merkezi Karşı Tarafların rolünün gerçekten sistemi içinde entegre olmuş ve sistemi etkilemeyecek bir rol olmasını nasıl sağlayacağız? Bunu görmemiz gerekiyor. Tabi ki burada temel bir gerilim var. Temel bir sorunlu alan var ve bu sorunlu alanın muhakkak belli düzenlemeler ve regresyonlarla düzeltilmesi gerekiyor. Mali piyasalarda yapılan düzenlemelerin ve getirilen kanunların öyle bir şekilde hazırlanması gerekiyor ki, bu Merkezi Karşı Taraf kurumları kendileri sistemli risk ya da sistemik risk doğurmayacak şekilde kurulsunlar. 25 yıldır bunlar üzerinde çalıştığımı söylemişim. Şunun da başlangıçta altını çizmem gerekiyor. Bütün bu konularla ilgili okumalar yaparken, Federal Reserve Bank Başkanı 1990'da bununla ilgili bir yazı yazmıştı bunu gördüm. 1978 krizi ile ilgili bir yazısını okudum ve bu Merkezi Karşı Tarafların bu krizdeki rolüyle ilgili bir yazıydı. Altını çizdiği ve yaptığı analizler var bunları da size anlatacağım. Merkezi Karşı Tarafların alacağı bazı sorumluluklar var demiştik ve bu sorumluluklar nihayetinde piyasanın genelini etkileyecek demiştik. Merkezi Karşı Taraflar aslında mikro ihtiyatı davranıyorlar neden? Çünkü üyelerinin ve müşterilerinin maliyet çıkarlarını gözetiyorlar. Piyasada volatilité artınca müşterilerinin daha yüksek bir başlangıç teminatıyla sisteme girmesini istiyorlar. Tabi ki uygulanan riske maruz değer gibi bir sistem değil. Sadece başlangıç teminatının daha yüksek olmasını istiyorlar ve volatilité yani oynaklık arttıkça buradaki başlangıç teminatları daha da yükseliyor. Tabi ki bu da başka şeyleri etkiliyor. Neden? Alım satımlar daha pahalı oluyor, piyasada likidite pozisyonu değişiyor. Bu da tabi ki oynaklığında yani volatilitenin de artmasını sağlıyor. Çünkü fiyatlar sürekli değişiyor ve bir kısır döngüye giriyor. Bu kısır döngü sonrasında da sistemik olarak istikrar azalıyor ve bozuluyor. Burada Merkezi Karşı Tarafın daha geniş finans sistemi içindeki rolüne bakmak lazım ve Merkezi Karşı Taraf politikalarının daha geniş finans sistemi üzerindeki etkilerine bakmak lazım. Şimdi bütün bu başlangıç teminatı fikri aslında şu; amaç türev alım satımında ki kredi riskini azaltmak. Yani karşı taraf kredi riskini azaltıyorsunuz bunu teminatı arttırarak yapıyorsunuz. Ama genelde bunu yaptığınızda pazar katılımcıları başka türden krediler yerine türev işleminden gelen krediyi daha yüksek bir teminatla getiriyor-

lar. Mesela şuanda ne görüyoruz belli bir takım takas zorunlulukları var ve teminat dönüşümünün geliştiğini görüyoruz. Ne demek? şirketler fonları satın alıyorlar ve amaçları kullanacakları enstrümanlarda farklı kredi işlemleri yapabilmek ve buradaki kredilerden bir tanesi türev işlemlerinde deste halindeki krediler ve bu başlangıç teminatının yerini alıyor farklı türden kredi işlemleri ile finanse ediliyor. Yani kredi riskinin bir kısmı transfer olmuş oluyor sistem içerisinde. Dolayısıyla burada şu önemli, pazar katılımcıları buna ne şekilde tepki verecekler yani Merkezi Karşı Tarafın yaptığına nasıl yanıt verecekler bu genel olarak finans sisteminde nasıl bir etki yaratacak bu da önemli bir nokta.

Yine Merkezi Karşı Taraf bunun etkileriyle ilgili bir diğer konuda eğilim riskidir (wrong-way risk). Şimdi yüksek başlangıç teminatı dediğimizde, mesela Merkezi Karşı Taraf kuruluş biçimini düşünün risk yönetimlerini düşünün buradaki temel fikir şu; teminat ilk düşüşe karşı ilk savunma düştüğünde teminatı yeterli oluyor. Bu şekilde kayıplar karşılanıyor asla bunun olacağından emin olamazsınız o yüzden bir sonraki düzeyde bir savunma mekanizması (waterfall) bu merkezi sisteminde bir temerrüt fonu yani MKT üyeleri karşılıklı olarak riski paylaşıyorlar. Temerrüt olduğunda bir üyenin ortaya çıkacak olan riskini karşılıklı olarak paylaşmış oluyorlar. Temelde yüksek bir başlangıç teminat düzeyi varsa ne oluyor? Temerrüt fonu genelde olmuyor. Mesela CME gruba bakacak olursak, teminat karşılayacak kadar yeterliydi. Temerrüt fonu o kadar etkilenmedi fakat böyle bir şey olduğunda en kötü zamanda meydana gelecek bir durum. Yani bir temerrüt fonunun kullanılması temerrüt kayıplarını karşılamak için ne zaman kullanılacağı? çok aşırı derecede stres varsa finans sistemi çok büyük bir yük altında olacaktır ve de temerrüt fonunun üyeleri yani kayıpları yüklenecek olan kişilerin kendileri de finansal bir yük altında olduğu bir dönemdir. Dolayısıyla endişe verici bir durum yani yanlış ters eğilim riski dediğimiz şey aslında bu biraz korkutucu olabilir burada kötü bir etki söz konusu olabilir.

Yine sistemik bir bakış açısından düşündüğümüz zaman benim su seti etkisi (levee) dediğim bir etki var. Su seti dediğimde neyi kastediyorum? ben Amerika'nın orta batısında yetiştim bir dönem Washington üniversitesi St. Louis'e gittim. Irmağın kenarında bir üniversite o yüzden çok fazla sel oluyor. su seti dediğim şey nedir? aslında selleri kontrol etmenin bir yöntemi bu tarzdan set inşa ediliyor. Irmakla insanların yaşadığı bölge arasında bir set

inşa ediliyor. Irmak yükseldiğinde su seti de şehirlerin sel altında kalmasını engellemiş oluyor. Bir su seti örneğin; tek bir ev etrafında kurulmuş topraktan su seti yükseltilmiş suyu dışarıda tutması hedefleniyor. Şimdi Merkezi Karşı Tarafı bu şekilde düşünebiliriz. Çeşitli şekillerde finansal krizlere karşı korunmaya çalışılıyor. Şimdi siz bir su setini bir yerde yüksek bir biçimde inşa ettiğinizde suyun başka yöne akması lazım değil mi? yani siz su setini bir merkezde yükselttiğiniz zaman su başka bir yere doğru akacak o zaman ne olacak eğer çok yüksek bir biçimde inşa ederseniz belki başka bir yerde neredeyse sel faciasına yol açabilirsiniz. ABD’de ırmaklar var sel çok önemli bir problem ve hükümet erken dönemde şu kararı aldı. Her bir ev, kendi su setinin veya şehir kendi su şehrini belirlemesin. Çünkü birinin yaptığı su seti diğerininkini etkileyebilir. Bunlar kendi başlarına bunu belirlemesin dediler. ABD’de bir grup mühendis federal hükümet ajansı orduya bağlı. Su seti sisteminde mesul hale getirildi. Yani su ırmağı başka yerlerde ABD’deki su setlerinden sorumlu kılındılar bu şekilde bir sistemik yaklaşım izlendi sel kontrolünü sağlamak için. Bu bence önemli finans piyasaları içinde önemli aynı düşünce sistemi burada şunu düşünmek lazım MKT’lerde kendi su setlerini inşa etmek isteyebilirler finansal sellere karşı kendi savunmalarını kurmak isteyebilirler. Ama bunu yaptıklarında başka yerlerde olumsuz etkiye yol açabilirler finans sistemi içersinde. Bu başka yerde kötü etki edebilir. Mesela zararına satışlar, bir MKT diyelim ki teminatları yükseltiyor ve kendini sele karşı korumaya hedefliyor o zaman ne olabilir? Pazar katılımcıları bir şekilde başka varlıklarını zararına satmak isteyebilirler. Bu şekilde fonları yükseltmek ve de yüksek teminat düzeylerini karşılamak isteyebilirler. Bunun başka varlıklar üzerinde etkileri olabilir ve bunlar bütün finans sistemine bulaşmasına yol açabilirler yine zararına satışa bir diğer örnek; Merkez Bankasından ve yine MKT ile ilişkisinden söz edeceğim. Böyle bir düşüşte MKT teminatı satabilir. Bu da yine bu teminatın fiyatını etkileyebilir aynı şekilde finansal istikrar üzerinde etkisi olabilir, benzer varlıkları olan diğer kişiler üzerinde etkisi olabilir. Yine değişim teminatı sistemi var buda yine kredi döneminde daha doğrusu finansal zorluk döneminde krediye olan talepte artışa yol açabilir Chicago’daki kara pazartesinden bahsettik, 1978 krizinden söz ettik, daha sonra takas kurumlarını böyle bir durum oldu. Hisse fiyatlarında artış oldu bunun sonucunda teminatlarda değişme oldu ve şirketler bir şekilde fonları yükseltmek ve bu teminatları karşılamak için çok büyük çaba göstermek durumunda kaldılar. Diğer kuruluşlar üzerin-

de de etkileri oldu. Mesela ABD piyasalarında iflas kanunuyla oldu çünkü iflas kanununu türev işlemlerine öncelik vermekteydi. Bu ne anlama geldi? ne gibi bir duruma yol açtı? diğer kredilerdeki fiyatlara baktığımızda zarar söz konusu oldu. Yani bu iflas kanunu ABD’de türev işlemlerine öncelik tanıdı bu da paranın ilk türev işlemlerine akması anlamına geldi. Diğer yerler için daha az para yani finansman bonolarına daha az para aktı. bu finansman bonusu alım satımı yapanları etkiledi ve de para pazarı fonları da bundan olumsuz etkilendi. Elinde finansman bonusu bulunan taraflar olumsuz etkilendi. Dolayısıyla MKT’leri sistemsel bir açıdan değerlendirdiğimiz zaman şunu görmek lazım eğer bu MKT’de çok yüksek su seti kurarsak başka yerlerde sellere yol açabiliriz. o yüzden sistemin bir kısmını çok güçlendirmek bütün sistemi güçlü kılmıyor. Bunu anlatmaya çalışıyorum. Bunun üzerinde düşünürken MKT’yi düşünürken dikkatli olmamız lazım. Bütün finans sistemi bağlamında düşünmemiz lazım ve de MKT ile getirilecek olan uygulamaların diğer yerlerde olumsuz sonuçlara yol açmadığından emin olmamız lazım.

Yine önemli bir diğer konu; ABD’de ve diğer yerlerde bu konuyla ilgili çok fazla itilaf var. Bu da şu; Merkez Bankasının rolü nedir? Merkezi Karşı Taraf uygulanmasında ve de Merkez Bankasının MKT’yi destekleme ihtiyacı. MKT’ler likidite ihtiyacını çok artırabilirler özellikle pazarın zorlu dönemlerinde likidite ihtiyacını artırabilirler. Bu değişim teminatı sistemi çok sıkı bir zaman dilimi uygulandığı için çok kırılabilir. Şirketlerin likiditeye talepleri çok artabilir. Sık sık da bu olur. Genel olarak likiditeye talep artabilir. Bu aslında 1987 krizinde olan şey. Aynı zamanda operasyonel bir takım konularda zorluklara yol açtılar 1987 krizinde sistemi daha da zora sokan şey ABD’nin ödeme sistemi 19 Ekim’de çöktü. Yani sistem çok zor durumda olabilir böyle bir dönemde hemen likiditeye ihtiyacınız olabilir zaman dar olabilir bütün bunlar olurken işlerin düzgün yürümesi için az zamanınız olabilir. 20 Ekim 1987 yılında Chicago’daki takas kuruluşunda ödemeler konusunda bir takım zorluklar oldu. Pazar katılımcılarına ödemesi gereken şeyler vardı bunlarda gecikmeler oldu ve takas kurumunu ödeme gücüyle ilgili dedikodular çıktı. Başarısız olacak diye dedikodular çıktı. Bütün bunlar krize katkıda bulundu. Peki, bu ne anlama geliyor? MKT yine burada çok önemli bir rol oynayacak finans sisteminde çok likit yoğun bir süreç olacak anlamına geliyor. Likit yoğun süreçlerde çok büyük baskı altında kalabilirler sistemik kriz dönemlerinde. Aynı 1987’deki kriz gibi. Pe-

ki, o zaman bu likidite nereden gelecek? işte Bernanke Başkan 1990'daki yazısında bundan söz etti çok da ikna edici bir biçimde anlattı. Merkez Bankasının desteği bu tür koşullarda çok büyük önem taşıyor dedi. MKT'nin erişimi doğrudan veya dolaylı olarak Merkez Bankası likidine MKT erişimi çok önemli. Şimdi doğrudan ve dolaylıyı da biraz anlatayım. Doğrudan Merkez Bankası desteği MKT için, şu anlama geliyor; MKT Merkez Bankası'na gidebilir ve de banka teminatlı bir kredi alır, doğrudan bir erişim takas kurumunun doğrudan bir kredi ilişkisi var Merkez Bankasıyla ve de bu stresli dönemlerde likiditeye erişim sağlayabiliyor. Dolaylı destek de neyi kastediyoruz? Merkez Bankası finans kuruluşlarına borç veriyor. Bu şekilde likiditeye ihtiyaçları olduğunda erişim sağlasınlar diye bu takas sistemini desteklemek için işte 1987 krizinde de olan şey buydu. Hemen Alan Greenspan'ın başkanlığa gelmesinden sonraki dönemde bu ve en önemli yaptığı şeylerden biri şu oldu. Federal rezerv kurulunun başkanı 1987 krizinde FED'in çok cömert bir biçimde brokerleri ABD'deki bankaların kredi vermesini destekledi ve bunlar vadeli işlem piyasalarına gitti takas sistemin düzgün bir biçimde işleyebilmesi için yeterince bir likidite olması sağlandı. Bu sayede de zaten Chicago borsası ve de takas kurumu 20 Ekim'de hala açık kalabilmişti. Aslında Merkez Bankası EFSM müşterilerinin ne kadar krediye uygun olduğundan şüpheliydi. Aslında kredi vermek istemiyordu. Çünkü ödeme güçlerinden emin değil çok Pazar hareketleri olmuştu tam bir gün öncesinde FED ne yaptı? Bunlara likidite temin etti. Onlara dedi ki, EFSM'lere kredi verelim bu sistemin operasyonun devamını sağlayalım. Dolayısıyla bir çeşit Merkez Bankası desteği olması çok önemli. Yine bunun kredi likiditesi önemli ve öngörülebilir olması önemli. ABD'de bazı mevzuatlar var. Mesela bunlardan biri Merkez Bankası likidite desteği sağlayamaz gibi görünüyor takas kurumlarına çünkü bu bir ahlaki çöküş ve tehlikeye yol açar diye korkuyorlar. Bence bu çok tehlikeli bir düşünce. Çünkü bu insanların kafasında bir sürü soru işareti yaratıyor bir sonraki sefer krize girildiğinde insanlar merak içinde olacak acaba bu MKT'ler bir şekilde bu stresli dönemlerde işleyebilecekler mi? Merkez Bankası ne yapabilecek? diye soru işareti yaratan bir karar yasası aslında Merkez Bankası müdahalesinin daha zor hale getirdi. Bunun sonucunda da çok fazla belirsizlik olacak bence bu çok problemlili çok sorunlu olabilir. o yüzden mutlaka bir çeşit Merkezi Karşı Taraflar için Merkez Bankası destek mekanizması olması lazım. Ama daha da önemlisi buradaki koşullar şartlar bu koşulların

çok açık bir şekilde önceden belirlenmesi lazım. Pazar katılımcıları nelerin nasıl işleyeceğini önceden bilmeliler.

Şimdi bununla bağlantılı bir diğer konu ise; izin verilen teminat ne türden teminatlarla pazar katılımcıları bu MKT'lere ulaşabilecekler? mesela MKT likiditeye çok büyük bir yük getirebilirler dedik ve de çok fazla belirsizlik olan konulardan bir tanesi G-20'nin takasla ilgili koşullarını uygularken ne kadar teminata ihtiyaç olacağı konusu. Bu teminat nereden gelecek? Tabi ki belli bir baskı olacak yani uygun teminatı genişletme daha riskli enstrümanları genişletme ihtiyacı olacak bu şekilde merkezi bir takas sistemine geçişi kolaylaştırma isteği olacak ama tabi bununla ilgili potansiyel bir takım riskler mevcut. Daha riskli teminatlara MKT'ler belli bir takım volatilitate ayarlamaları (haircut) gerektirecek bu teminatla ilgili 100 dolar bir pazar fiyatı teminatın var diyelim. MKT bunu belki sadece 90 dolar olarak sayacak. Başlangıç teminatı olarak ve de burada tabi ki bu teminatın fiyatının değişme riski var bir temerrüt durumunda. Peki, bu neye yol açabilir? Dönemselliğe yol açabilir. Daha önce de bundan söz etmiştim bu türden teminatlarda borç silinmesi durumları riske duyarlı olacak. Riskler tipik olarak yaşanabilecek durum şu; bu volatilitate ayarlamaları ve silinmeler daha büyüyecek. Sistem sıkıntıda olduğunda daha büyüyecek. Bu da bir takım olumsuz geribildirim mekanizmalarına yol açabilir. Buna aslında yakın bir örnek var bunun finans kuruluşlarında nasıl sorun yaratacağına dair, MF global mesela bu konuyla ilgili sorunlar yaşadılar belli bir takım teminatlı borçları vardı ve bu teminatın riski arttı. Daha sonra volatilitate ayarlamaları arttırıldı. Bunlar MF global'in üzerinde finansman yükü getirdi ve sonuçta çöktü.

Aynı zamanda daha geniş kapsam daha riskli teminatlar var ve de bu MKT'leri kötü durumlarda daha büyük risk getirecek. O zaman nasıl bu teminatın değerini gerçekleştireceksiniz? Temerrüt söz konusu olduğunda bu daha riskli, daha zor olacak. Ne kadar teminat riskliyse, durum o kadar zor olacak. Özellikle de piyasanın sıkıntılı olduğu durumlarda. İşte Merkez Bankası desteği ile ilgili bir konu aslında bu, öngörülebilir olması gereken şeylerden bir tanesi Merkez Bankası desteği ile ilgili şu; eğer doğrudan Merkez Bankasıyla MKT arasında doğrudan bir ilişki olacaksa o zaman Merkez Bankası ne tür bir teminatı kabul edecek. MKT'ye kriz dönemlerinde likidite desteği sağlayabilmek için.

Yine giderek dikkat çeken bir diğer konu ise; savunma mekanizmaları

(default waterfall) dediğimiz konu MKT'ler için şimdi ne oluyor? MKT'lerin amacı bir çeşit fon sağlamak ve bu sağlanan fonla temerrüdün kayıplarını tazmin edebilmek. Savunma mekanizmasının ilk kısmı başlangıç teminatı bu temerrüde düşen üyeden geliyor ve de yine MKT'nin sağladığı bir sermaye olabilir birde temerrüt fonu var. Bu da bu sermayede MKT üyelerinin ortaya koyduğu fonların karşılamadığı temerrütleri karşılamak için. Genellikle temerrüt fonları tercih edilebiliyor. Ama MKT'ler genelde başlangıç teminatına dayanıyor. Bazı anlamlarda aslında bu makul çok fazla friksiyon çok fazla risk var, çok fazla sürtünme olabiliyor, kuruluşla ilgili sorunlar olabiliyor. Ama başlangıç teminatına çok fazla dayanırsanız o da ters eğilim riski dediğimiz sorunu ortaya çıkarabilir. Yine MKT sermayesini şu şekilde düşünebiliriz bunun içerisinde temerrüt fonları var ve pek çok durumda bunlar finansal felakete karşı bir sigorta gibi bu fonlara en çok sıkıntılı finansal dönemlerde başvuruluyor bu ne anlama geliyor? temerrüt fonu öz sermaye bunlar çok pahalı bu türden sermayeler çok büyük kayıp yaşıyorlar. Sermayenin kendisi çok değerli olduğunda ve de bu sermaye yeterli olmadığında çok büyük kayıplar yaşıyor. Yani MKT sermayesinde düşünmemiz gerekiyor. Uygun sermaye yükleri bankalar için ve diğer kurumlar için riski olan diğer kurumlar için daha doğrusu MKT de olan diğer kurumlar için MKT sermayesi konusunda iyi düşünmesi gerekiyor.

Yine bugünlerde dikkat çeken bir diğer konu ise; temerrüde düşmüş bir MKT'yi nasıl çözümleneceğimiz? geçtiğimiz hafta İngiltere bankası bir rapor bir çalışma yayınladı bu konuyla ilgili ve çok dikkat çekti. Çünkü artık bunun farkına varılmaya başlandı. Finans sisteminin bu kadar önemli bir kısmı ise bu o zaman bir MKT temerrüde düşerse ne yapılacak? bunu da çözümlenmemiz lazım. Nasıl altından kalkılacak? Bununla ilgili geçmişten örnekler var. Mesela Hong Kong borsası 1987 yılında Chicago borsası bunlar neredeyse çöktüler. Tabi ki MKT'nin kaybı bir felaket olur. O yüzden mutlaka MKT'lerin operasyonunun devam etmesi için bir çözüm getirmek gerekiyor. Temerrüt kayıpları çok çok büyük olabilir ve bunun sonucunda temerrüdün başlangıç teminatını tüketebilirler aynı şekilde temerrüt fonu tükenebilir yani o zaman ne yapacağız? Temel olarak düşünülen mekanizma şu; değişim teminatında kesinti. Bir temerrüt durumu var diyelim, bu genellikle piyasa fiyatlarında çok fazla bir hareket olduğunda oluyor. Bazı kişiler kaybediyor bazı kişiler de çok büyük değişim teminatları ödeniyor. O yüzden şöyle bir öneri var; MKT fonları yeterli değilse bu temerrüt kayıplarını karşılayacak

kadar yeterli kalmazsa o zaman değişim teminatı ödemelerini azaltırız. Yani para ödenmesi gereken kişilere ödenecek olan değişim teminatı miktarını azaltabiliriz. Bunun bir alternatifi var. ABD’de 1987 krizinde ve 1990’lara kadar olan bir dönemde alternatif bir yaklaşım izlendi. Son damlasına kadar denen bir yaklaşımdı. Amerika’da bir kahve şirketi var ve bunların reklamı şuydu; **“Bizim kahvemiz son damlasına kadar iyidir.”** Şimdi son damlasına kadar iyi demek ne demek? Bu MKT’nin üyeleri temelde sınırsız bir taahhüt veriyorlar MKT’ye ek sermaye sağlama konusunda. Yani temerrüt fonu tükendi diyelim o zaman MKT üyelerine gidip şöyle diyebilir; ek bir katkıda bulunun! Son damlasına kadar iyi dediğimizde takas kurumu üyelerinin bir zorunluluğu var. Bu kayıpları temerrüt sermayesi miktarına kadar karşılama yükümlülükleri var. Bunlar tabi ki risklerin karşılıklı olarak paylaşılması için mekanizmalar ama farklı biçimlerde yapıyorlar. Son damlasına kadar iyi kuralı aslında temerrüt riskini bütün MKT üyelerine paylaştırmış oluyor. Ancak değişim teminatlarında kesinti yapmak sadece riski MKT temerrüt riskini sadece hangi pazar katılımcılarına veriyor? Temerrüde düşenlere sadece paylaştırmış oluyor. Şimdi burada sorunlu olan nedir? Temerrüde düşen durumda olanlar hedger’lar devreye girebilir yani büyük bir kaybım var hedger olarak başka yerde yüksek bir kazancım var. Bu şekilde temerrüt maliyetini karşılayabilir. Mesela ben bir hedger’ım büyük bir değişim teminatı ödenmesini bekliyorum ve de başka bir yerde kaybım var. Bu kişiler temerrüt riskini yüklenmede daha çok güçlük çekebilirler. O yüzden MKT’lerin temerrüt fonlarını da daha genişletme amaçları üyelerinin taahhüdünü arttırmak yani temerrüt kayıpları karşısında bunları tazmin etme taahhütlerini arttırabilmek ve son damlasına kadar iyi kuralını takip etmek. Bu şekilde değişim teminatlarında kesinti yapılmasına gerek olmayacaktır. Bir şekilde bu MKT temerrüde düştüğünde değişim teminatı kesintisi yoluna gitmek gerekemeyecektir. Biz burada ne şekilde MKT’nin temerrüde düşmesini önleyebiliriz. Sermayesini arttırabiliriz. Bunu nasıl sağlayabiliriz? Temerrüt fonunun miktarını artırarak sağlayabiliriz. Söylemek istediğim bu.

Sonuç olarak bir kaç noktaya daha değinmek istiyorum. MKT’ler sistematik olarak önemli ve de sistemli, bir biçimde düşünmeleri önem taşıyor. MKT’lerin kendi başlarına bütün finans sistemini görebilecekleri ve de eylemlerinin bütün finans sistemi istikrarını görebilecekleri kesin değil. Yani MKT’yi güçlendirmek bütün finans sistemini güçlendirmek anlamına gelmiyor. o yüzden sistemli düşünmek lazım o yüzden düzenleyici olması lazım

ama bunu bir izolasyon halinde görmemesi lazım daha geniş finans sisteminin bir parçası olarak görmesi lazım. Bütün finans sistemini etkileyecek bir durum olduğunu düşünerek bir takım adımlar atması lazım. Bazen MKT'ler kendi çıkarlarında bir şeyler yapabiliyorlar. bu genel finans sisteminin çıkarına olmayabiliyor. Bu yüzden bunu söylüyorum. MKT'ler hem fırsatlar sunuyorlar ama riskte sunuyorlar. Burada şunu anlatmaya çalıştım. Bu risklerin bir kısmının neler olduğunu aktarmaya çalıştım. Düzenleyiciler ve pazar katılımcıları bunun farkında olmalı, bunları öngörebilmeli ve proaktif adım atabilmeliler yani MKT'lerin gerçekten hedeflerini yerine getirebilmeleri için, istikrarı geliştirme finans sistemin güvenli geliştirme misyonlarını yerine getirebilmeleri için böyle bir düzen olması lazım. Teşekkürler.

CCPs and Systemic Risk

Craig PIRRONG
Bauer College of Business
University of Houston



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

CCPs: Silver Bullets for Systemic Risk?

- CCP mandates a major element of post-Crisis financial reforms
- CCPs identified as a major bulwark against systemic risk
- Is this realistic?
- What must be done to achieve this, and to prevent CCPs from becoming sources of systemic risk?



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Systemically Important: Systemically Minded?

- CCPs will no doubt be systemically important
- Less certain that they will be systemically minded
- They have a macroprudential role, but they have strong incentives to act in a microprudential way, i.e., in the interests of their members and customers
- Can they take a truly system wide approach?



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Reasons for Doubt

- CCPs formed by a subset of market participants trading a subset of the instruments in the market
- Do they have the incentives and the information to take a truly system-wide approach?
- If not-and I think not-regulation will have to be carefully crafted and enforced to ensure CCPs reduce systemic risk, rather than increase it



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Some Examples

- Microprudentially rational for CCPs to raise IM when volatility increases (procyclicality)-but this can be destabilizing
- Raising IM reduces credit in derivatives trades, but market users may substitute other forms of credit
- Wrong way risk: high IM means that default fund seldom hit, but when it is, it is the very worst time
- The “Levee Effect”



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

The Levee Effect

- CCP has every incentive to ensure that IT doesn't fail, but there are spillover effects
- Fire sales
- Spikes in demands for credit
- Runs on other institutions (e.g., money market funds)



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Beware the Fallacy of Composition

- Building up the levee higher in one place makes flooding worse in others
- If there has to be flooding, where is the best place?
- Making one part of the system stronger doesn't always make the entire system stronger
- Things that strengthen CCPs can have unanticipated bad effects



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

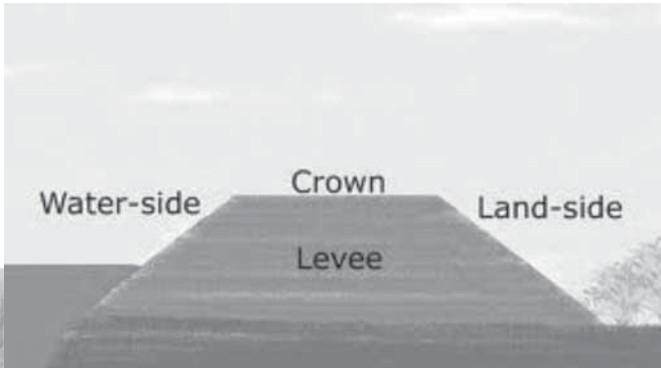
A Levee



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

A Levee



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Liquidity and Central Bank Support

- CCPs can dramatically increase need for liquidity, especially during periods of market stress
- 1987 Crash
- Rigid VM in a tightly coupled system: very fragile
- Central Bank support essential (Bernanke, 1990)
- Direct vs. indirect
- Credibility and predictability are essential



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Permissible Collateral

- CCPs can put tremendous strains on liquidity
- Expanding permissible collateral to riskier instruments eases these strains but..
- More likely to have procyclicality in haircuts (the MF Global problem)
- Greater risk to CCPs during default situations: realizing value of collateral
- Related to issue of central bank support



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Default Waterfalls

- In theory, absent frictions, default funds preferable to IM
- However, CCPs rely on IM
- Frictions: moral hazard, adverse selection, and agency problems
- Wrong way risk: CCPs as CDOs



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

CCP Capital

- CCP default funds and capital are financial catastrophe insurance
- Equity and default fund capital are very expensive due to wrong way risk: these sources of capital suffer losses precisely when capital is very valuable (during crises)



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Resolving a Defaulted CCP

- Need to consider the possibility that a CCP will default
- Hong Kong, 1987
- CME, CBT 1987-near misses
- Loss of a CCP would be a disaster
- Need a way of allocating losses in a way that permits CCP to continue operating



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Resolution Mechanisms

- Haircutting VM vs. “Good to the last drop”
- Both ways of “mutualizing” risk
- Haircutting VM limits the mutualization to in-the-money positions
- OTM positions more likely to be held by hedgers who can afford to incur losses
- These considerations suggest bigger default funds-spreading the risk
- Why don’t CCPs use “good to the last drop”?



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Moral of the Story

- CCPs are systemically important, but their operators are unlikely to think in systemic terms
- Be very cautious about relying on CCPs to take a systemic perspective: acting in the interests of their members, they can take actions that are contrary to stability of the system
- Beware the fallacy of composition: making CCPs stronger doesn’t always make the system stronger
- Need a regulator that takes a systemic view



STREETWISEPROFESSOR.COM

CRAIG PIRRONG

Prof. Dr. Niyazi BERK
Bahçeşehir Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Öğretim Üyesi

Teşekkürler Craig. Su seti etkisinden bahsettiğinde Titanik aklıma geldi. Titanik iyi bir örnek. risklerin su seti etkisini hatırlamak için iyi bir örnek. Kaptan Smith'in gemi alanında gerçekten çok iyi bir deneyimi var uzun yol kaptanı olarak. Kaptan Smith şöyle söylüyor. Gemi eğer yeni teknolojilere göre inşa edilirse batmaz. Bana denizlerdeki kırk yıllık deneyimi mi açıklamam istendiğinde diyor; çok da olaylı değildi diye cevap veriyor. Tabi ki bazı tufanlar, sisler, sert kışlar oluyor ama hiçbir zaman ben kaza yapmadım hiç bir gemi kazası yaşamadım diye cevap veriyor. Titanik o dönemin çok önemli bir gemisiydi. Geminin batmayacağından çok emindi. O yüzden de bizim sistemlere güvenmemiz lazım. Şirketleri değil, araçları değil çok güvenilir bir sistem kurmamız lazım. Risklerin en aza inmesi veya ortadan kalkması gerekir.

Firmaların kolay batışının tahmin edilemeyeceğini, bunun da nedeni tamamen yeni ürünler, yeni ürünler, hakikaten anlık olarak bir şirketin batmasına yol açabiliyor. Değerli konuşmacılar bunlarla ilgili örnekler verdiler. Özellikle Lehman Brother ve 550 milyarlık pazar değerinden 180 milyar dolara düşmesinin ardından bunu söylemek gerçekten çok kolay. kurumlarımız mükemmel yürütülebilir ama bunlara güvenmemeliyiz. Sistemi sağlam kurmalıyız. Sistem sağlam olursa özellikle Türkiye'deki bu yapı sağlam kurulursa yurtdışından Türkiye'ye yatırım fon akışı artan ölçüde devam eder. 80'li yıllardan beri birikimimiz var. Hatta ben kendi hayatımdan bir örnek vermek isterim. Değerli dostum Nahit Özen o zamanlar Yapı Kredi Bankasından eğitim araştırma müdürü idi. onunla beraber Yapı Kredi Banka'sının

bölge müdürlüklerinde uluslar arası finans dersleri verirdik. O günden bugüne gerçekten gururla söylemeliyim ki, Türk finans kesiminde çok değerli bir birikim oluştu. Yöneticilerimiz, çalışanlar, orta kademe yöneticileri çok iyi vadeli işlemler konularına hakim ve gerçekten çok başarılı sonuçlar alabilecek yapıda. Yani bizde eksik olan bu sistemi sağlam kurmak.

Sistematik yapıdan yaklaşıldığında konular çok daha rahat ve güvenilir bir şekilde geliştirilir. Geliştirmeye de devam etmek lazım tabii sadece kurmak değil. her zaman daha iyi güvenilir sistemler oluşturmak gerekiyor. Kuruluşta sistemin güvenli olması yeterli değil. Craig'i dinlediniz. Sorularınız varsa ben soruları alabilirim.

SORU-CEVAP

KATILIMCI

Güzel sunumunuz için teşekkür ediyorum. Benim sorum MKT'nin temerrüde düşmesi ile ilgili. Siz MKT'nin de belli durumlarda çökebileceği ihtimali olduğunu söylediniz ve daha sonra sürekliliğin öneminden söz ettiniz. Sizce çözüm olarak acaba bir kampanya veya alternatif MKT'ler kurulabilir mi erken dönemde? Yani bir tanesi çökerse diğerleri devam edebilir. Süreklilik açısından böyle bir şey mümkün mü?

Craig PIRRONG

Burada bir öngöründe bulunmaya çalışacağım evet bu çok iyi bir soru. Temel olarak bir köprü MKT veya başka bir mekanizma kurulabilir. Eğer bir MKT çökerse böyle bir sistem düşünülebilir. Bununla ilgili geçen gün bir dergi ile konuşuyordum. Şöyle söyledim; bir köprü kuruluğu olabilir Ve bu aslında acil durum planı gibi olabilir. Bu şekilde burada ki temerrüde düşen MKT'den köprü kuruluğu veya diğer MKT'lere bir transfer olabilir. Bu acil durum planını kurabiliriz ve mevcut MKT'yi destekleyebiliriz. Neden olmasın diye konuştuk. Yani yeni bir MKT için acil bir sermayeye ihtiyaç olursa, o zaman mevcut MKT belki acil bir durumda buna erişim sağlayabilir. Yine bu pozisyonların transferi ile ilgili bir takım operasyonlar da zorluklar olabilir. Mesela kendini tekrar eden bir sistem çifte sistem yeni MKT böyle bir şey yaratabilir mi? Aslında zor durumlarda böyle olması daha tercih edilir. Yani mevcut MKT'nin bir şekilde temerrüde düşmeden faaliyetini sürdürmesi böyle bir durumda sürekliliğinin sağlanması bence daha önemli.

KATILIMCI

Ben Takasbank'tan katılıyorum. Öncelikle sunumunuz için teşekkür ederim. Özellikle de teminatı eleştirdiniz. Sadece teminattan söz edersek günün sonunda MKT sermayesini ortaya koyuyor ve bir şekilde finans kuruluş-

larının temerrüde düşmesini engelliyor. Bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi için bir teminat istemiyorsam o zaman bir temerrüt durumunda çökerim o yüzden teminatı soruyorum. Yani ne şekilde bu iki ihtilafı konuyu çözümlenebiliriz. Teminat istemiyorsunuz bir taraftan, bir taraftan sermayemi ortaya koyuyorum.

Craig PIRRONG

Bu temel konu aslında. Bunu şu nedenle ele aldım. MKT bakış açısından daha çok teminat daha iyi. Ama benim söylemeye çalıştığım şey, bu bir çeşit bir tansiyona yol açıyor. Yani sistemik bir sistemli bir açıdan baktığımızda evet MKT'nin bakış açısından daha fazla teminat daha iyi ama bunun başka yerlerde finans sisteminde olumsuz etkileri olabilir. O yüzden de zaten bir çeşit düzenleyici yaklaşım olması önemli. Burada şunu önerebilirim. Teminatlarla ilgili risklerden bir tanesi dönemsel riski. MKT'ler teminat sistemi likidite riski olduğu dönemlerde yükseltebilirler. Bu nedenle benim tercihim MKT'lerin daha doğrusu düzenleyici kuruluşlar MKT'leri şu yönde cesaretlendirmeli daha az dönemsel tipte teminat kullanmaya teşvik etmeli. Beni bu ABD'deki düzenlemelerle ilgili endişelendiren konu şu; CFTC komisyonu pek çok MKT'yi düzenleyen kuruluş ABD 'de, belli bir bir takım kuralları getiriyor bunlar ve bunun sonucunda teminat daha dönemsel bir hale geliyor. Bir VAR yaklaşımında çok katı bir biçimde uyguluyorlar. O yüzden de ben buna karşı temkinli olmak iyi olur diyorum. Yani temel gerginlik bu noktada. Dediğim gibi MKT açısından teminatların teminatların savunmada daha yüksek olması daha iyi bir şey. Teminatların yeterli olması daha iyi. Bu şekilde MKT'nin sermayesine ihtiyaç olmayacaktır daha yüksek teminat olursa. ama bunu yaparken de tabi ki şunu da göz önünde bulundurmak lazım bunu yaparsanız sistemin başka tarafında riske yol açabilir. Bunu düşünmeniz lazım.

KATILIMCI

Benim sorum şu; bize birkaç örnek verebilir misiniz? Daha az dönemsel teminat dediniz. Pazarın zor durumda olduğu durumlarda daha az döngüsel olanları örnek verebilir misiniz?

Craig PIRRONG

Şimdi şunu yapabilirsiniz; daha az dönemsel teminat kullanabilirsiniz. Pratik açıdan bakıldığında tabi ki bunu yapmak çok zordur. Bunun farkında-

yım. Benim önerim; yine yapılmaması gereken şeye örnek, CFTC'nin yaptığını yapmayın. Diyor ki, bir başlangıç teminatı var. Bu riske maruz değer modeline dayalı, yani parametreleri aylık baz da güncelliyoruz. Bunu yapmayın. Eğer daha az döngüsel bir teminat kullanacaksanız o zaman daha uygun olan yöntem öyle bir sistem kurmak ki teminatlar sık sık ayarlanmasın. Zorlu dönem senaryolarına göre ayarlanmış bir teminat olsun. Başlangıç teminatları biraz daha yüksek olabilir. Çünkü en kötü senaryoya göre oluşturulmuştur. Mevcut piyasa koşullarından ziyade. Yine şunun da farkında olmamız lazım, bunun bütün finans sisteminde etkileri olacak çünkü insanlar farklı türlerden işlemler, borçlanma işlemleri yaparak bu başlangıç teminatını fonlamaya finanse etmeye çalışacaklar. Yani burada bir denge söz konusu bir tarafta dönemsellik var, bir tarafta teminatların düzeyi var. Bu tabii kolay bir denklem değil ama dediğim gibi bu teminatları en kötü senaryoya göre belirleyebilirsiniz. CFTC'nin yaptığı sürekli mevcut piyasa koşullarına göre sürekli güncelleme yapmak yerine en kötü senaryoya göre bir belirleme yapabilirsiniz. Teşekkürler.

Siz sunumunuzda temerrüt fonunu CDO'larla karşılaştırdınız yani teminatlı borç yükümlülükleriyle karşılaştırdınız. Nedenini açıklar mısınız?

Teminatlı borç yükümlülüğü nedir? Bir bilim veya tranş yapısı yani bir risk havuzu var mortgage havuzu var. Burada bir temerrüt riski var. Teminatlı borç yükümlülüklerinde nasıl bir sistem var çeşitli tranşla çeşitli dilimler bu riski absorbe ediyor. Öz sermaye dilimi var ve 3A en yüksek tranş var ve kredi kayıpları sadece çok çok kötü sonuçlar çerçevesinde gerçekleşiyor. Şöyle bir algı vardı. Bunlar çok düşük riskli, yani bir kredi kaybolması olasılığı çok düşük şeklinde bir algı vardı. Ama krizde neyi gördük evet olasılık düşüktü ama pazar çok aşırı bir yük altında çok aşırı sıkıntıda olduğunda bunlar oluyor. Yani burada çok büyük kayıplar oldu sistem çok yüksek bir sıkıntıya girildiğinde bu sistemde kayıplar oldu. MKT sermayesi de buna göre işleyecek. Yani burada aslında öz sermaye tranşı gibi teminatlı borç senesinde temerrüt fonu da 3A düzeyi gibi temerrüt kayıpları sadece aşırı olumsuz durumlarda kayba uğrayacak. Bu konuyla ilgili aslında bunu destekleyecek çok fazla akademik araştırma var. Başlangıçta kriz öncesinde 3A teminatlı borç senetleri şöyle düşünüyordu; önemli olan kayıp olasılığı, ama asıl kayıp meydana geldiğinde o zaman sorun oluyor. Burada MKT'lerin temerrüt fonlarının buna çok benzer özellikte olduğunu söyleyebiliriz.

SUNUCU

Değerli konuklar şimdi tebliğ oturumuna geçiyoruz.

“Hukuki Açıdan Merkezi Karşı Taraf ve Türkiye’deki Mevzuat”

Oturum Başkanı: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Öğretim Üyesi Prof. Dr. Ayşe Sümer ile tebliğ sunacak Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi öğretim üyesi Doç. Dr. Mehmet Çağlar Manavgat’ı kürsüye davet ediyorum.