

sermaye piyasasında

GÜNDEM

SAYI 115 MART 2012

ISSN 1304-8155



Borçlanma Araçları (sayfa 7)



**Gelişmekte Olan Ülkelerde
Özel Sektör Borçlanma Araçları
Piyasası (sayfa 18)**

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

Birliğin 101 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracılık şirketi ve 40 banka olmak üzere toplam 142 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

Attila Köksal, CFA
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca
Müdür/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Eğitim ve Tanıtım
Efsun Ayça Değertekin
Uzman/Araştırma ve İstatistik

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Eğitim ve Tanıtım

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *ÇiNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

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

Basım

Printcenter

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Sermaye piyasasında *ÇiNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli *GüNDeM* okurları,

Hepinizin yakından takip ettiği gibi, sermaye piyasamız son yıllarda hızlı bir dönüşüm yaşıyor. Uygun politik ve ekonomik koşulların yanında, sermaye piyasası kurumları arasındaki ahenkli çalışma da, bu dönüşüme önemli bir ivme kazandırıyor.

Biliyorsunuz, Türkiye nüfusunun halihazırda yarısı 30 yaş ve altında. Bununla birlikte, yapılan tahminler, nüfus artış hızı yavaşlarken, çalışma çağındaki nüfusun payının artacağına işaret ediyor. Söz konusu yapı, üretimin ve tasarrufların artırılması açısından olduğu kadar piyasamız için de önemli bir fırsat. Önümüzdeki dönemde piyasamızı, daha çok tasarruf yapabilecek bir nesil bekliyor. Bu noktada, kişilerin yatırım araçları ve sermaye piyasası kurumları ile ilgili temel bilgilere sahip olması önemli. Bunun için de "eğitim" vazgeçilmez bir faktör. Benzer şekilde, piyasanın güçlü temellere oturması için yatırımcıların piyasaya olan güveninin artırılmasının çok kritik olduğunun farkındayız.

Yatırımcı eğitimi ile ilgili olarak, SPK koordinasyonunda ve Birliğimizin de içinde bulunduğu birçok kurumun işbirliğiyle bir dizi faaliyete imza atılıyor. Biz de Birlik olarak 2012 yılında yatırımcı eğitimi konusunu bir numaralı gündem maddemiz olarak belirledik. Sermaye Piyasası Kurulu öncülüğünde başlatılan "Yatırımcı Seferberliği" girişimini tüm maddi ve manevi kaynaklarımızla destekleme kararı almış bulunuyoruz.

Bu çerçevede, 10 Mart 2012 Cumartesi günü bir "Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı" düzenliyoruz. Konferansa, üyelerimizin yanı sıra konuyla ilgili tüm kamu ve özel sektör kurum temsilcilerini, akademisyenleri ve ekonomi basınını davet ettik.

Düzenleyeceğimiz arama konferansında, öncelikle yatırımcı eğitimi konusunda bugüne dek yapılan çalışmalarını paylaşmayı planlıyoruz. Ardından, söz konusu projenin genel hatları, kapsamı, hedef kitlesi, ana sloganları, bütçesi gibi belli başlı konuları projenin paydaşları arasında tartışmaya açacağız. Bu konferans ile, tüm katılımcıların ve sektörümüzün üzerinde mutabık kalacağı bir yol haritasının çizilmesine katkı sağlamayı arzu ediyoruz.

Bize göre, "Yatırımcı Seferberliği" girişiminin başarılı olabilmesi için ödün vermememiz gereken en temel ilke tarafsızlık. Yanı sıra, programın geniş kitlelere hitap etmesi, içeriğin kapsamlı ve güncel bir şekilde tasarlanması da çok önemli. Uzun zaman isteyen bu projenin sürdürülebilirliği için bütün tarafların uyumlu çalışması şart. Bu noktada, uygulamaya geçilmeden önce projenin stratejisinin ve bu girişimde kime ne görev düşeceğinin belirlenmesi önemli. Bu ve bunun gibi temel noktaların ve detayların ele alınarak tartışılması ve uzlaşmaya varılması hepimizin arzusu.

Uzun soluklu olan bu projede atılacak her adımın sermaye piyasamızın yeniden yapılandırılmasında önemli rol oynayacağı kanaatindeyim. Bu büyük projenin başarılı uygulanması durumunda bireysel ve kurumsal yatırımcı sayılarının önemli ölçüde artacağından ve sektörümüzün orta vadede çok daha gelişeceğinden şüphemiz yok.

Saygılarımla,

Attila KÖKSAL, CFA
BAŞKAN

Birliğimiz TBMM Anayasa Uzlaşma Komisyonu ile Toplandı

TBMM Anayasa Uzlaşma Komisyonu, yeni anayasa taslak metnini hazırlamak ve anayasa yapım sürecini yürütmek üzere 19 Ekim 2011 tarihinde çalışmalarına başlamıştır. Bu süreçte sivil toplum kuruluşlarının en yüksek seviyede katılımı için, çalışmaların koordinasyon içinde yürütülerek görüşlerin sistematik ve özenli şekilde kayda alınmasını sağlamak amacıyla meslek kuruluşları ve sendikaların öneri ve görüşlerini alacak bir alt komisyon oluşturulmuştur.

Birliğimizce Komisyona gönderilen görüş yazısında, yeni Anayasanın temel hakların yanı sıra ekonomik hükümler açısından da özgürlüğü esas alarak ticari hayatın işleyişini kolaylaştırmayı hedeflemesi gerektiği; bu noktada, hukuk güvenliği ilkesi ile bağlantılı olarak hukuk düzeninde istikrarın sağlanmasına engel teşkil edecek uygulamalardan kaçınılmasının sağlanmasının zorunluluk olduğu hususlarının altı çizilmiştir.

Görüş yazısında bildirdiğimiz hususların ayrıntılı olarak ele alınması amacıyla 1 Şubat 2012 tarihinde, Komisyon üyelerinden Adalet ve Kalkınma Partisi İstanbul Milletvekili Mustafa Şentop, Cumhuriyet Halk Partisi İzmir Milletvekili Rıza Mahmut Türmen, Milliyetçi Hareket Partisi Antalya Milletvekili Tunca Toskay ve Barış ve Demokrasi Partisi Diyarbakır Milletvekili Altan Tan ile Birliğimiz yetkilileri toplanmış ve yazılı olarak bildirilen hususlara açıklık getirilmiştir.

Repo Tebliğ Taslağı

Repo ve ters repo işlemlerinde öngörülen değişiklikleri görüşmek üzere üyelerimizin ve Sermaye Piyasası Kurulu temsilcilerinin katılımıyla 2

Şubat 2012 günü Birlik merkezinde bir toplantı düzenlenmiştir. SPK Aracılık Faaliyetleri Dairesi Başkanı Tuncay Yıldırım'ın katılımıyla gerçekleştirilen toplantıda, "Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Taslağı"na ilişkin sektör görüş ve önerileri Kurul temsilcileri ile paylaşılmıştır.

TSPAKB ve KRX İyi Niyet Anlaşması İmzaladı

Birlik Başkanı Attila Köksal ile Kore Borsası (KRX) Başkanı Bong-soo Kim, 15 Şubat 2012 tarihinde Türkiye ve Kore sermaye piyasalarının işbirliği için bir İyi Niyet Anlaşması imzalamıştır. TSPAKB ve Kore Borsası arasında imzalanan anlaşma, iki ülkenin genel durumu ve pazarın gelişimi ile ilgili bilgilerin karşılıklı olarak aktarılmasının yanı sıra, yasal düzenlemeler hakkında bilgi paylaşımını öngörmektedir. İşbirliği, İMKB veya Kore Borsasına kote olmak isteyen şirketlere yol göstermek amacıyla her iki ülkede çeşitli seminer ve bilgilendirme toplantıları düzenlenmesini, karşılıklı personel değişimini ve ortak projeler geliştirilmesini kapsamaktadır.



“Halka Arzlarda Sorunlar ve Çözüm Önerileri” Paneli

İMKB, SPK ve Birliğimiz öncülüğünde 21 Şubat 2011 tarihinde İMKB’de “Halka Arzlarda Sorunlar ve Çözüm Önerileri” konulu bir panel düzenlenmiştir. Panelde İMKB, SPK ve aracı kurum temsilcileri yer almıştır. Çeşitli yönleriyle halka arzın ve bu süreçte yaşanan sorunların ele alındığı, çözüm önerilerinin tartışıldığı paneli Birlik Başkanı Attila Köksal yönetmiştir.



İstanbul Finans Merkezi Sunumu

Finans piyasalarının önde gelen kurumlarının yer aldığı uluslararası bir platform olan City Week tarafından 6-8 Şubat tarihleri arasında Londra’da “International Financial Services Forum” konulu bir konferans düzenlenmiştir. İngiltere hükümetinin de desteklediği Forum kapsamında, İstanbul Finans Merkezi projesinin ele alındığı “Opportunities for Foreign Financial Institutions in the New Istanbul Financial Centre” başlıklı bir panel düzenlenmiştir. Panele Birliğimizi temsilen Yönetim Kurulu üyesi Zafer Onat katılmıştır. İstanbul’un finans merkezi olma potansiyelini değerlendiren Zafer Onat, İstanbul’un uluslararası finans merkezleri arasındaki yerini, güçlü ve zayıf yönlerini ele alan bir sunum yapmıştır.

“Türev Hizmetlerde Kaliteli İşgücü” Konferansı

İstanbul Ticaret Üniversitesi (İTİCÜ) ile merkezi Londra’da bulunan finans şirketi CFT Financials tarafından; türev eğitim hizmetlerini sağlamak ve

Türkiye’de “trader” yetiştirmek için imzalanan eğitim işbirliği protokolü çerçevesinde, “Türev Hizmetlerde Kaliteli İşgücü” eğitim konferansı düzenlenmiştir. 18 Şubat 2012 tarihinde düzenlenen konferansın Prof. Dr. Erdoğan Alkin’in tarafından yönetilen ilk oturumuna katılan Birlik Genel Sekreteri İlçay Arıkan, “Aracı Kuruluşlarda Mesleki Eğitim ve Kariyer İmkânları” konulu bir sunum yapmıştır.

Kurumlar Üniversitelerde Sermaye Piyasasını Anlatıyor

SPK, İMKB ve Birliğimiz tarafından üniversite öğrencilerine sermaye piyasalarını tanıtmaya yönelik düzenlenen seminerlere Şubat ayında da devam edilmiştir. Seminerler kapsamında ziyaret edilen Ege, Dicle, Kırıkkale, Karaelmas ve Uludağ üniversitelerinde öğrencilere Türkiye sermaye piyasasının işleyişi ve lisanslama sınavları konularında bilgilendirici sunumlar yapılmıştır.

Birliğimiz ve British Side İngilizce Dil Okulu İşbirliği

Birliğimiz ve British Side İngilizce Dil Okulu işbirliği ile İngilizce Konuşma Teknikleri Sertifika Programı 20 Şubat-7 Mayıs tarihleri arasında düzenlenmeye başlanmıştır. Bu kapsamda Intermediate, Upper Intermediate ve Lower Advanced sınıfları açılmış olup eğitime 28 kişi katılmaktadır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Eğitimleri

Şubat ayında düzenlenen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası eğitimlerinden, Bilgisayarlı Yeni Alım

Mart 2012 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Eğitim Programı		
Tarih	Eğitim Adı	Süre
8-9 Mart	Bilgisayarlı Yeni Alım Satım Sistemi ve Yeni Ürünler Uygulama	2
19 Mart	Temel Düzey Opsiyon Piyasaları	1
23 Mart	Portföy Bazında Teminatlandırma Yöntemi: Span	1

Satım Sistemi ve Yeni Ürünler Uygulama eğitime 28, Temel Düzey Opsiyon Piyasaları eğitimine 20 kişi katılmıştır. Mart 2012 ayı için planlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası eğitim tarihleri tabloda yer almaktadır.

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Şubat 2012 döneminde yapılan mesleki gelişim eğitimlerinden, Müşteri Şikâyetleri Çözüm Yolları ve SPK İncelemeleri eğitimine 12, Teknik Analiz Bilgisayar Simülasyonlu eğitimine 26, Uluslararası Yatırım Tahkimi ve Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları eğitimine 18 kişi katılmıştır.

Mart 2012 Mesleki Gelişim Eğitim Programı		
Tarih	Eğitim Adı	Süre
2 Mart	Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler ve Uygulaması	1
3-4 Mart	Makroekonomik Göstergeler ve Finansal Piyasalara Etkileri	2
12 Mart	Vergi - Sermaye Piyasası Araçlarının ve Kurumlarının Vergilendirilmesi	1
13 Mart	Aracı Kurumlarda Bilgi Güvenliği Farkındalık	1
14 Mart	Türkiye'de Yatırım Fonu Organizasyonlarında Yapısal Dönüşüm - AB'ye Uyum ve Yeni Sermaye Piyasası Kanunu	1
15 Mart	Sermaye Piyasasında Finansal Raporlama	1
16 Mart	Yeni Borçlar Kanunu	1
20 Mart	Enerji ve Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Fiyatlaması	1
21-22 Mart	Tezgahüstü Türev Piyasaları	2
29-30 Mart	Uluslararası Muhasebe Standartları ve Bu Standartlara Göre Düzenlenmiş Mali Tabloların Okunması	2

Mart 2012 ayı için planlanan Mesleki Gelişim eğitim tarihleri tabloda yer almaktadır. Eğitimlere başvurular internet sitemizin erişilen Eğitim Yönetim Sistemi üzerinden yapılmaktadır. Eğitimlere ilişkin detaylar Birliğimizin internet sitesinde Eğitim/Eğitimlerimiz bölümünden de takip edilebilir.

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı 27 Şubat 2012 itibariyle 58.052'ye ulaşmıştır. 34.834 kişi, herhangi bir sermaye piyasası kurumunda çalışmamakta olup bu kişilere ait toplam 21.562 adet lisans bulunmaktadır. Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 28.449'unun lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış, başvuruların 28.173 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	13,279	13,257	100%
İleri Düzey	5,748	5,724	100%
Türev Araçlar	2,428	2,417	100%
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	2,001	1,915	96%
Takas ve Operasyon	602	598	99%
Kredi Derecelendirme	602	585	97%
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	737	700	95%
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	1,808	1,767	98%
Konut Değerleme	203	196	97%
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	593	585	99%
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	346	332	96%
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	102	97	95%
Toplam	28.449	28.173	99%



Özcan Çikot
ocikot@tspakb.org.tr

BORÇLANMA ARAÇLARI

Reel sektörün finansmanına sermaye piyasası temelinde iki şekilde katkıda bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ve en yaygın olanı şirketlerin hisse senedi ihraç etmesi şeklindedir. Bu yöntemde şirket, hisse karşılığı ortaklık teklif ederek yatırımcılardan ihtiyaç duyduğu nakdi toplamaktadır. Bir diğer yöntem ise borçlanma aracı ihraç etmektir. Şirket, borçlanma aracı karşılığında yatırımcılardan borç para alır ve ilgili enstrümanın niteliğine göre aldığı borcu belirli bir faiz oranı ile öder. Bu finansman yönteminde şirketler farklı türlerde borçlanma araçları ihraç edebilmektedir. İş modeli ve ödeme gücü gibi çeşitli kriterleri göz önünde tutan şirketler, kendileri için en uygun olan borçlanma aracını ihraç ederek ihtiyaçları olan kaynağı bulmaktadır.

Bu ayki raporumuzda dünyada yaygın olarak kullanılan ve ucuz finansman kaynağı olması sebebiyle tercih edilen borçlanma araçlarının türleri ve uygulama prensipleri tanıtılıyor ve örneklerle açıklanıyor.

I. BORÇLANMA ARACI TÜRLERİ

Temelde iki tür borçlanma aracı bulunmaktadır. Bunlardan ilki tahviller iken, diğeri bazı alacaklara dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetleştirilmiş enstrümanlardır.

A. TAHVİL VE BONOLAR

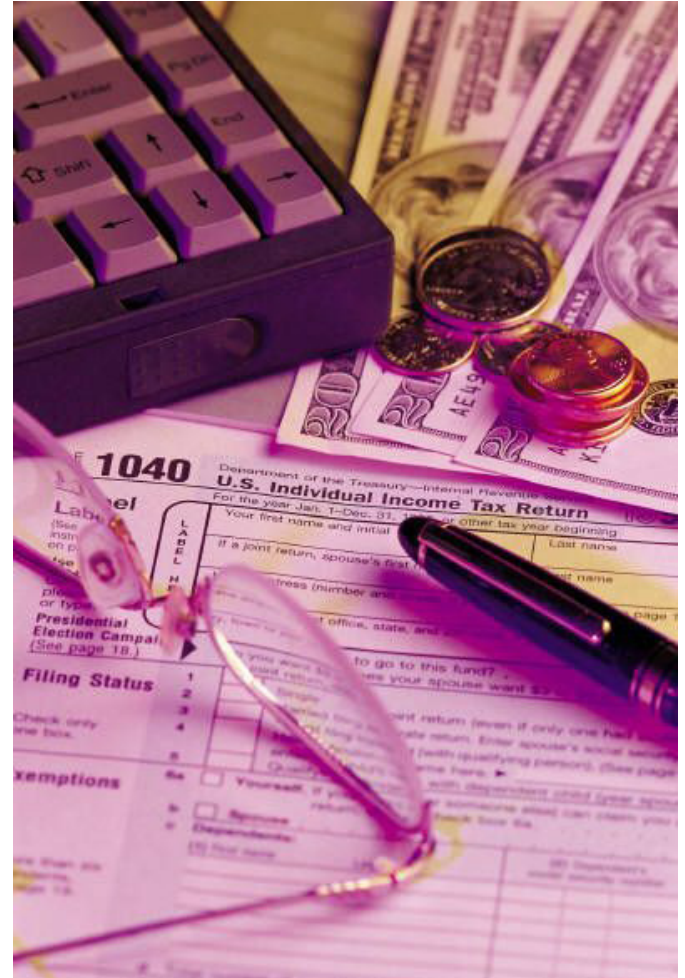
Tahviller, özel sektör ya da kamu tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarıdır. Tahvil kavramı daha çok uzun vadeli enstrümanlar için kullanılırken, kısa vadeli olan ürünler bono olarak adlandırılmaktadır.

Yatırımcı, bir şirket tahvili satın aldığı anda, şirkete borç para vermektedir. Bunun karşılığında şirket, belirli bir vade sonunda yatırımcıya aldığı parayı ve önceden açıkladığı faizi ödemektedir. İhraççı, bu ödemeyi tahvilin özelliğine bağlı olarak ara ödemeler (kupon faizi) şeklinde yapabileceği gibi vade sonunda tek seferde de yapabilmektedir.

Şirket tahvillerinin yatırımcıları arasında emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve bankalar gibi kurumsal yatırımcılar yer alırken, bireysel yatırımcılar da bu ürünleri tercih edebilmektedir.

Yatırımcıların şirket tahvillerini tercih etme sebepleri arasında aşağıdakiler sayılabilir:

- Kamu tahvillerine kıyasla daha riskli olmalarının bir sonucu olarak daha yüksek bir getiriye sahip olması,
- Düzenli getiri sağlayan bir yatırım aracı olması,
- Vadesinden önce elden çıkarmak istenildiğinde ikincil piyasasının olması sebebiyle kolayca el değiştirebilmesi,
- Farklı sektör, yapı ve kredi notuna sahip birçok





şirket tahvilinin bulunması sebebiyle yatırım portföyüne çeşitlilik katmasıdır.

Vade Yapısı

“Tahvil” terimi daha çok uzun vadeli borçlanma araçları için kullanılırken, “bono” terimi daha kısa vadeye sahip borçlanma araçları için kullanılmaktadır. Diğer taraftan vade yapısı sınıflandırması ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Raporda kullanılan tahvil kavramı tüm vadeleri için kullanılmıştır.

Derecelendirme

Şirket tahvilleri sahip oldukları kredi derecelendirme notuna göre değerlendirilebilmektedir. Özünde şirketin borcunu ödeyebilme kabiliyetini ölçen bu notlara göre, yüksek nota sahip olan şirket tahvili daha güvenli bir araçtır. Kredi derecelendirme metodu ve belli başlı derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme yöntemleri hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem’in Ağustos 2009 tarihli yayınından ulaşabilirsiniz.

Şirket tahvilleri derecelendirme notuna göre yatırım yapılabilir ve spekülatif derece olmak üzere temelde ikiye ayrılabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından borcunu ödeme konusunda risk taşıyan şirketler yatırım yapılabilir seviyenin altında bir not ile değerlendirilmektedir. Bu durumda ihraççı, çıkardığı tahvili satabilmek için daha yüksek bir faiz oranı sunmak zorunda kalmaktadır.

Teminat Yapısı

Tahviller teminatlarına göre de sınıflandırılmaktadır. Eğer bir tahvil teminatlı ise, ihraççı şirket satılabilecek bazı varlıklarını teminat olarak göstermektedir. Bununla birlikte teminatlı bir tahvilin,

riski daha düşük olduğu için, getirisi nispeten daha düşük olmaktadır.

Teminatlı tahviller, sadece ihraççının genel kredibilitesine, yani faiz ile anaparayı ödeyebilme kapasitesine dayalıdır. Yatırımcı bu tahvil türünde sadece ihraççının borcunu ödeyeceği sözüne inanmakta, teminatlı tahvillere kıyasla daha büyük bir risk almaktadır. Yüksek riskin sonucu olarak, nispeten daha yüksek faiz oranı ile tahvil ihraç edilmektedir. Bu tahvil tipinde güvence sadece ihraççının sahip olduğu varlıklardır. İhraççının borçlarını ödeyememesi halinde, alacaklı taraf şirketin varlıkları üzerinde hak iddia edebilmektedir. Bu tip tahvillere yatırım yaparken yatırımcılar kredi derecelendirme notlarını göz önünde bulundurarak şirketin borcunu ödeyebilme durumu hakkında fikir edinebilmektedir.

Faiz Oranı

Faiz oranına göre tahviller temelde üçe ayrılmaktadır.

a) Sabit Faizli Tahviller

Önceden açıklanan dönemlerde ve belirli bir nominal getiriye garanti eden tahviller sabit oranlı tahvil olarak isimlendirilmektedir. Örneğin, her üç ayda bir %2 faiz ödemeli 5 yıllık bir tahvilin tüm faiz ödemeleri eşittir.

b) Değişken Faizli Tahviller

Piyasa şartlarındaki gelişmelere bağlı olarak, tahvil sahiplerini korumak için kupon faiz oranlarının değiştirildiği tahviller, değişken faizli tahvil olarak adlandırılmaktadır. Özellikle yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde kupon faiz oranları, seçilen gösterge oranlarına (örneğin gösterge tahvilin ağırlıklı ortalama bileşik faizi) önceden açıklanan bir ek getiri oranının eklenmesi ile hesaplanmaktadır. Değişken faizli tahviller yatırımcı için faiz riskini azaltmakta, tahvil ihraççısı için uzun vadeli borçlanmayı mümkün kılmaktadır.

Değişken Faizli Tahvil-Örnek

Dönem	1	2	3	4
Gösterge Faiz Oranı	5,21%	5,55%	5,13%	5,80%
Ek Getiri	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Değişken Faiz Oranı	7,71%	8,05%	7,63%	8,30%
Kupon Ödemesi	7,71 TL	8,05 TL	7,63 TL	8,30 TL

Örneğin 6 ayda bir değişken kupon ödemeli, 100 TL nominal değerli ve 2 yıl vadeli bir tahvili ele alalım. Gösterge faiz oranı ve önceden açıklanan %2,5'lük ek getiri tabloda görüldüğü gibi olsun. Sonuç olarak değişken faizli tahvilin kupon ödemeleri, gösterge faiz oranına eklenen ek getiri ile korunmuş olmaktadır.

c) Endeksli Tahviller

Bir diğer tahvil türü ise yine enflasyon gibi değer düşürücü etkenler karşısında tahvil getirisini korumayı amaçlayan endeksli tahvillerdir. Bu tahvillerde anapara ve kuponlar, ihraç ve itfa tarihleri arasındaki tüketici fiyat endeksi, altın fiyatı veya çeşitli döviz kurlarındaki artış oranına göre artırılarak tahvil sahibine ödemesi yapılmaktadır.

Endeksli tahvillerde kuponlara verilecek faiz oranı iki bileşenden oluşmaktadır. Bunlardan ilki, başta belirlenen ve vade boyunca sabit olan reel faiz oranıdır. Diğer bileşen ise endekslenen parametredeki değişim oranıdır. Örneğin enflasyona endeksli bir tahvil için kullanılacak oran, tahvilin ihraç tarihi ile kupon ödeme tarihi arasındaki değişimdir. Tablodaki örnekte 6 ayda bir kupon ödemeli, 2 yıl vadeli, %2,25 reel faizli enflasyona endeksli bir tahvilin kupon ödemeleri görülmektedir. Kupon ödemeleri hesaplanırken öncelikle ilgili dönemdeki enflasyon artışı göz önüne alınarak anapara yeniden değerlendirilmektedir. Ardından enflasyon kadar artırılmış olan anapara üzerinden reel faiz oranı kullanılarak ilgili dönem için ödenecek kupon ödemeleri hesaplanmaktadır.

Örneğin, tablodaki örnekte, bir yılın sonunda enflasyon %6,40 olmuştur. Anaparanın başlangıçta 100 TL olduğunu varsayarsak, birinci yılın sonunda enflasyon kadar artırılmış anapara 106,40 TL'ye çıkmaktadır. Bu tutara uygulanan %2,25 reel faiz, ikinci dönemin sonunda yatırımcıya 2,39 TL'lik bir kupon ödemesi sağlamıştır.

$$\text{Kupon Getirisi} = [(\text{Anapara} \times \text{Reel Faiz Oranı}) \times (1 + \text{Enflasyon})]$$

Enflasyona Endeksli Tahvil-Örnek	1	2	3	4
Dönem				
Reel Faiz Oranı	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Kümülatif Enflasyon	3,59%	6,40%	10,05%	17,52%
Değerlenmiş Anapara	103,59 TL	106,40 TL	110,05 TL	117,52 TL
Kupon Ödemesi	2,33 TL	2,39 TL	2,48 TL	2,64 TL

Faiz Ödemeleri

Tahvilleri faiz ödemelerine göre kuponsuz ve kuponlu olarak ikiye ayırmak mümkündür.

$$\text{Tahvil Satış Fiyatı} = \frac{\text{Anapara}}{(1 + \text{Faiz Oranı})^n}$$

Kuponsuz olarak isimlendirilen tahvillerde ara ödeme olmaz, vade sonunda faiz ve anapara yatırımcıya ödenir. İskontolu tahvil olarak da anılan kuponsuz tahvillerde tahvilin satış fiyatı, vade sonundaki nominal değerinden düşüktür.

Kuponsuz Tahvil

Basit Faiz Oranı	5%	5%
Vade (Yıl)	5	2
Anapara	100.00 TL	100.00 TL
Fiyat	78.35 TL	90.70 TL

Örnekte aynı basit faiz oranına sahip iki farklı vadedeki kuponsuz tahviller gösterilmektedir. Her iki tahvil vade sonunda tek ödeme yapacaktır.

Kuponlu tahvillerde ise kupon olarak da bilinen faiz ödemeleri, tahvilin ihracında belirlendiği şekilde yapılmaktadır. Kupon ödeme periyodu değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin 3 yıllık bir tahvilin altı ayda bir kupon ödemesi olabilmektedir. Kuponlu tahvillerin fiyatı ise anapara ile beraber kuponlar göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.

$$\text{Tahvil Satış Fiyatı} = \sum_{k=0}^{\text{Vade}} \frac{\text{Kupon}}{(1 + \text{Faiz Oranı})^k} + \frac{\text{Anapara}}{(1 + \text{Faiz Oranı})^{\text{Vade}}}$$

Kuponlu tahviller iskontolu, primli veya başabaş satılabilmektedir. Tahvil vadede ödenecek anaparadan daha düşük bir fiyatla satılırsa iskontolu olarak satıldığı söylenmektedir. Örneğin, 95 TL'den satılıp 100 TL olarak itfa edilen tahvil iskontoludur. Bu tahvillerde getiri oranı kupon faizinin üzerinde gerçekleşir.

Tahvilin satış fiyatı, anaparanın üzerinde olursa primli tahvil olarak adlandırılmaktadır. 105 TL'den satılan bir tahvilin 100

TL olarak itfa edilmesi gibi. Primli tahvillerde, tahvilin satış fiyatı vade sonundaki fiyattan büyük iken; getiri oranı da kupon faiz oranından küçüktür.

Diğer taraftan tahvilin anapara değeri ile satış fiyatı birbirine eşit ise bu tahviller başabaş tahvil olarak isimlendirilmektedir. Başabaş tahvillerde tahvilin faiz getiri oranı kupon faiz oranına eşittir.

Hisse Senedine Dönüştürülebilir/Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller

İhraççı şirketin faiz ödemesini hisse senedi ile yapabildiği tahvil türleri de mevcuttur. Bunlar hisse senedine dönüştürülebilir ve hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerdir. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerde şirket, vade sonunda tahvillerini kendi hisse senetleri ile değiştirmektedir. Diğer taraftan hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerde ise şirket, vade sonunda kendi portföyünde bulunan başka şirketlere ait hisse senetleri ile tahvillerini değiştirmektedir.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, önceden belirlenmiş sayıdaki hisse senedine dönüştürme hakkı veren tahviller olarak tanımlanmaktadır. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin, hisse senedine dönüştürme opsiyonu sayesinde, diğer tahvillere kıyasla faiz oranları daha düşüktür.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin sahiplerinin değiştirme opsiyonlarını kullanarak faiz yerine hisse senedi talep etmeleri durumunda tahvil karşılığında kaç adet hisse senedi elde edecekleri dönüştürme oranı ile belirlenmektedir. Örneğin 45:1 dönüştürme oranlı bir hisse senedine dönüştürülebilir tahvil için, 45 adet hisse senedi verilecektir.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleri bir örnek

Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil-Örnek	
	Hisse Fiyatı Yükselirse
Vade (Yıl)	3
Faiz Oranı	5%
Dönüştürme Oranı	2:1
Tahvil İhraç Günü Hisse Fiyatı	40 TL
Anapara	100 TL
Başabaş Fiyatı	50 TL
Vade Sonu Hisse Fiyatı	55 TL
Kâr	10 TL



ile açıklayalım. 3 yıl vadeli ve %5 faiz oranlı bir hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin ihracında, ihraççı şirketin işlem gören hisse senetlerinin fiyatı ihraç gününde 40 TL olsun. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin dönüştürme oranı, bir diğer ifade ile verilecek olan hisse adedi 2:1'dir. Yani her bir hisse senedine dönüştürülebilir tahvil 2 adet hisse senediyle değiştirilebilecektir.

Hisse senedi fiyatının vade sonunda 50 TL olması durumunda, yatırımcı başabaş fiyat sınırına ulaşmış olacaktır. Yani hisse senedi alması ya da tahvili itfa ederek parasını alması arasında bir farklılık olmayacaktır. Çünkü tahvilin itfa etmesi durumunda nakit 100 TL elde edecek ya da tahvilini hisse senedine dönüştürmesi durumunda iki tane 50 TL değerinde hisse senedi olacaktır.

Ancak vade sonunda hisse senedi fiyatı 50 TL'nin üzerine, mesela 55 TL'ye çıkarsa; yatırımcı tahvili tercih etmesi durumunda 100 TL, hisse senedini tercih etmesi durumunda ise 110 TL (55 TL X 2 hisse senedi) kazanacaktır.

Hisse senedi fiyatının 50 TL'nin altına, mesela 30 TL'ye düşmesi durumunda; yatırımcı tahvili tercih ederse 100 TL, hisse senedini tercih ederse 60 TL

(30 TL X 2 hisse senedi) kazanacaktır. Bu durumda yatırımcı hisse senedine dönüştürülebilir tahvili hisse senedine çevirmeyi tercih etmeyip sadece faiz kazancını alacaktır.

Geri Çağrılabilir/İade Edilebilir Tahviller
Şirket tahvilleri geri çağrılabilir (callable) ve iade edilebilir (put) olmak üzere iki farklı şekilde de ihraç edilebilmektedir.

Geri çağrılabilir seçeneğinde ihraççı şirket, tahvil izahnamesinde itfa'nın belirlenen vade tarihinden önce yapılabileceğini belirtmektedir. Bu durum genellikle daha ucuz bir finansman kaynağı bulunduğu zamanlarda şirketlerin tercih ettiği bir yöntemdir. Ancak bu durum yatırımcılar açısından bir risk taşımaktadır. Yeniden yatırım riski olarak adlandırılan bu riskte, şirket tahvilini geri çağırıp yatırımcılara önceden belirlenen bir oranda bir ödeme yapacaktır. Ardından yatırımcılar bu parayı tekrar yatırmak istediklerinde, piyasadaki düşük faiz oranına sahip tahvillerde değerlendirmek durumunda kalacaktır.

Yatırımcıların taşıdığı bu riske bağlı olarak geri çağrılabilir tahvillerin diğer tahvillere kıyasla daha yüksek getirisi vardır. Diğer taraftan ihraççı şirketler tahvillerini geri çağırdığında tahvile ödeyecekleri fiyatı da belirlemektedir. Örneğin 2012 yılında ihraç edilen 10 yıl vadeli, yıllık %5 faiz oranlı geri çağrılabilir bir tahvilde, geri çağırma süresi beş yıl olarak belirlenmiş olsun. Tahvil belirlenen süreler içinde ihraççı şirket tarafından geri çağırılırsa, yatırımcı anapara olan 100 TL'nin yanında, bir de geri çağırma primi kadar tutar elde edecektir. Geri çağırma 2017-2018 yıllarında yapılırsa yatırımcı 105 TL (100 TL+5 TL), 2019-2020 yıllarında geri çağırılırsa 103 TL (100 TL+3 TL), 2021-2022 yıllarında geri çağırılırsa 100 TL kazanç elde edecektir. Sonuç olarak, ara yıllarda yapılabilecek bir geri çağırmada ödenecek olan bu fiyat, vade sonunda elde edilecek gelirden daha yüksek olacaktır.

İade edilebilir şirket tahvilleri ise yatırımcılara vade tarihinden önce anaparayı alma opsiyonu sunan bir tahvil türüdür. Daha önceden belirlenen tarih aralığında yatırımcılar isterse sahip oldukları tahvilin bedelini ihraççının daha önceden açıkladığı fiyattan itfa

Geri Çağrılabilir Tahvil-Örnek

Vade (Yıl)	10			
Faiz Oranı	5%			
İhraç Yılı	2012			
Geri Çağırma Başlangıç Süresi (Yıl)	5			
Geri Çağırma Süresi	Geri Çağırma Primi Oranı	Prim	Anapara	
2017-2018	5%	5.00 TL	100.00 TL	
2019-2020	3%	3.00 TL	100.00 TL	
2021-2022	0%	0.00 TL	100.00 TL	

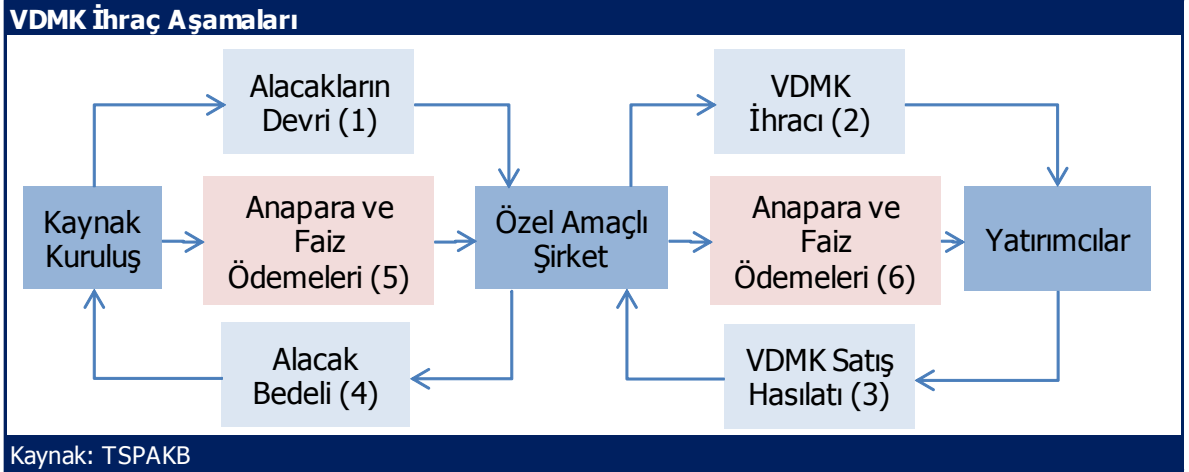
edebilmektedir. Genellikle bu itfa fiyatı, tahvilin anapara tutarı kadar olmaktadır. Bu sebeple iade edilebilir tahvillerin getirileri, normal tahvillere kıyasla daha düşüktür. Diğer taraftan, yatırımcıların toplu bir şekilde tahvillerini itfa etmek istemeleri gibi bir durumda, ihraççı şirket ödeme planlarında yaşanacak bozulmayı önlemek için üçüncü bir garantör banka ile de anlaşma yapmaktadır.

Örneğin, 10 yıl vadeli %5 faiz oranlı iade edilebilir bir tahvilin, yatırımcılar için tahvili iade etme başlangıç süresi 5 yıl, iade etme fiyatı da anapara kadar olsun. Yatırımcı 5 yılın sonunda tahvilini iade etmek isterse, ara ödemelerde kazandığı kupon faiz gelirlerinin yanında anaparasını da alacaktır. Bu 5 yılın sonundaki piyasa faiz oranı eğer %6 olursa, yatırımcı tahvilden elde edeceği parayı %5 faiz oranı yerine, piyasadaki %6 faiz oranı ile değerlendirecektir ve eski tahviline kıyasla 1 puan fazla faiz geliri elde edecektir. Ancak piyasadaki faiz oranları %4'e düşerse yatırımcı tahvilini iade etmeyecektir. Çünkü zaten sahip olduğu tahvil ile %5 kazanç elde edebilecekken, %4'lük piyasa faizini tercih etmeyecektir.

B. MENKUL KIYMETLEŞTİRİLMİŞ ARAÇLAR

Menkul kıymetleştirme (securitization), likit ve piyasası olmayan varlıkların bir menkul kıymete dönüştürülmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile, bir şirketin sahip olduğu alacaklardan elde edeceği nakit akımları karşılığında borçlanma aracı ihraç etmesidir. İhraççı şirket, ilgili menkul kıymeti satın alan yatırımcılara, dayanak olarak gösterdiği alacaklarını ya doğrudan aktarmakta ya da belirli dönemler itibarıyla ödemektedir. Anlam karışıklığı oluş-

maması için raporun geri kalan kısmında "ihraççı şirket" ifadesi, SPK mevzuatında geçtiği gibi "kaynak kuruluş" şeklinde kullanılacaktır



Menkul kıymetleştirme işleminde temel farklılık, bu işleme tabi alacakların ana şirketin bilançosunda mı, yoksa kurulacak olan özel amaçlı şirketin bilançosunda mı duracağıdır. Alacakların bilançoda bırakılıp teminat gösterilerek menkul kıymet ihraç edilmesi yöntemine bilanço içi finansman denilmektedir. Diğer taraftan, alacakların özel amaçlı bir şirkete devredilerek şirket bilançosundan çıkarılması ve bunun sonucunda özel amaçlı şirket tarafından menkul kıymet ihraç edilmesi işleme ise bilanço dışı finansman denilmektedir.

Dünya genelinde menkul kıymetleştirme yöntemi kullanılarak çeşitli enstrümanlar ihraç edilmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, kira sertifikaları (sukuk) bunlardan bazılarıdır. Raporun bu kısmında dünya genelinde en yaygın olarak kullanılan menkul kıymetleştirilmiş borçlanma araçları ele alınacaktır.

1. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), nakit akışı yaratan bir havuzunu karşılık gösteren menkul kıymetlerdir. Bu alacaklar arasında konut kredileri, tüketici ve otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, proje finansmanında kullanılan krediler, ticari gayrimenkul kredileri, ihracat alacakları, çekler, finansal kiralama, patent alacakları gibi çeşitli varlıklar olabilmektedir.

(1) VDMK ihracında kaynak kuruluş, sahip olduğu alacaklarını genellikle sadece VDMK ihraç etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı şirkete devreder. Alacaklar kaynak kuruluşun bilançosundan çıkıp

özel amaçlı şirketin bilançosuna girdiği için bilanço dışı finansman türünde bir işlem yapılmaktadır. (2) Özel amaçlı şirket bu alacakları dayanak göstererek VDMK ihracını yapar ve VDMK'ı yatırımcılara satar. (3) Satıştan elde edilen gelir ise (4) kaynak kuruluştan alınan alacakların bedeli olarak kaynak kuruluşa aktarılır. (5) Kaynak kuruluş söz konusu alacakları tahsil ettikçe bunları özel amaçlı şirkete aktarır. (6) Özel amaçlı şirket ise belirlenen dönemler çerçevesinde bu ödemeleri VDMK sahibi yatırımcılara aktarır.

VDMK uygulamalarına ilk defa 1985 yılında ABD'de rastlanmaktadır. ABD'li elektronik ekipman şirketi Sperry, VDMK ihracı amacıyla Sperry Finans Şirketi'ni (Sperry Lease Finance Corp.) kurmuştur. Ardından, özel amaçlı kurulan bu şirkete 192,4 milyon \$ değerinde, sabit faiz oranlı olarak bilgisayar kiralama alacaklarını satmıştır.

VDMK'lar genellikle kısa vadeli alacaklara dayalı olduğu için, VDMK'ların kendisi de benzer bir vade yapısına sahiptir. Diğer taraftan daha uzun vadeli kredilere dayalı VDMK'larda ise vade 15-30 yıl aralığına çıkabilmektedir.

VDMK'larda kredi derecelendirme notu önemli bir konudur. VDMK'ların derecelendirme notu, şirket tahvillerinden farklı olarak kaynak kuruluştan bağımsız olarak verilmektedir. Not verilirken ihraççının ödeme gücü değil, alacağın tahsil edilebilme gücü göz önünde tutulur. Özel amaçlı şirketin; birleşme, satın alma, yeniden yapılandırma gibi bir durumla karşılaşmayacak olması kredi notunun nispeten daha yüksek çıkmasında etkili olmaktadır. Kredi de-

recelendirme notunun yüksek olması, ilgili VDMK'nın riskinin düşük olduğuna işaret etmektedir. VDMK'lar sadece söz konusu alacakları bilançolarında taşıdıkları için, genellikle VDMK'ların kredi derecelendirme notları kaynak kuruluşların notundan daha yüksek olmaktadır. Bu sebeple kaynak kuruluş VDMK ihracını şirket tahviline kıyasla daha düşük faizle ihraç edebilmektedir.

VDMK ihracı kaynak kuruluşta, sahip olduğu bazı varlıkları bilançosundan çıkararak nakit girişi sağlamaktadır. Diğer taraftan, VDMK ihracı banka gibi finansal kuruluşlara daha farklı bir avantaj getirmektedir. Finansal kuruluşlar genellikle düzenlemeler gereği sahip oldukları alacaklar veya krediler için belirli bir oranda sermaye ayırmak zorundadır. Ancak VDMK ihracı ile borçlarını özel amaçlı şirkete satan bu finansal kuruluşlar, daha düşük miktarda sermaye karşılığı ayırabilmektedir.

2. KONUT FİNANSMANI ARAÇLARININ MENKUL KIYMETLEŞTİRİLMESİ

En yaygın olarak kullanılan menkul kıymetleştirilmiş enstrümanlardan birisi, konut kredilerini dayanak varlık alan mortgage ürünleridir. Bu ürünler temelde ipotekli tahvil ve ipoteye dayalı menkul kıymetler olmak üzere ikiye ayrılabilir. Bu ayrımın temel sebebi dayanak varlık olan kredi alacaklarının bilanço içinde mi dışında da mı takip edileceğidir. İpoteye dayalı menkul kıymetler ve ipotekli konut finansmanı hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Ağustos 2007 tarihli yayınından ulaşabilirsiniz.

a. İpotekli Tahvil

Konut kredilerini dayanak olarak çıkarılan ipotekli tahviller, alacakların konut finansmanı kuruluşunun kendi bilançosunda kaldığı finansman şeklidir. Sistemde, (1-2) konut finansmanı kuruluşları tüketicilere alacakları konut üzerine ipotek koyarak kredi vermektedir. (3) Ardından

bu kuruluşlar verdikleri kredileri dayanak alan tahvil ihraç etmektedir. (4) Tahvil satışından elde edilen gelir genelde tekrar sisteme dahil edilerek, tüketicilere kredi olarak verilmektedir.

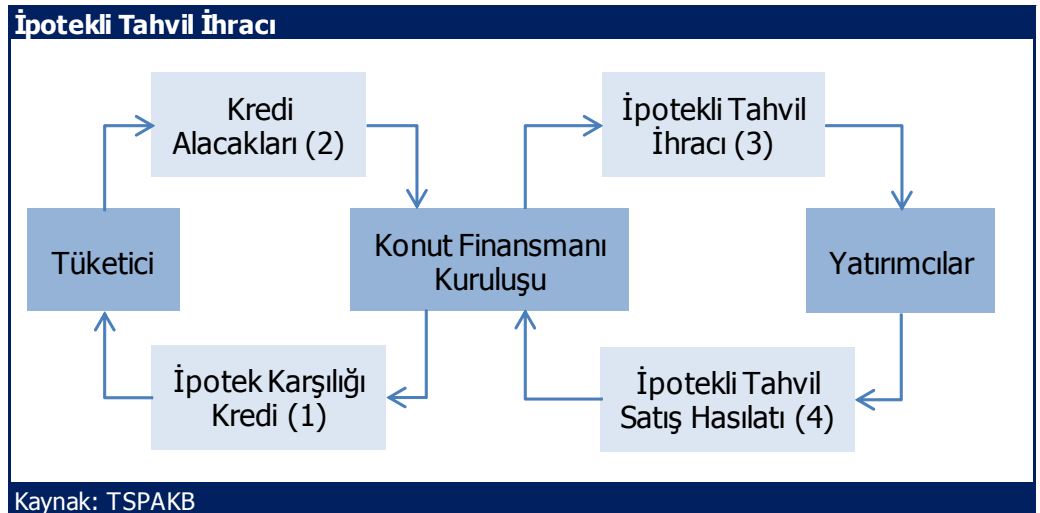
Konut kredilerinin geri ödemeleri, ihraç edilen tahvilin teminatıdır. Tahvillere ait teminat havuzunda bulunan alacaklar sadece belirli bir tahvile ait değil, konut finansmanı kuruluşunun ihraç ettiği tüm ipotekli tahvillerinin teminatıdır. Üzerine tahvil çıkarılan krediler ihraççı kurumun bilançosunda yer aldığı için kredi alacakları tahvil borcunun altına düşerse konut finansmanı kuruluşu kendi kaynakları ile ödemeleri yapacaktır.

Farklı bir modelde ise, yalnızca benzer risk ve vade yapısındaki tahviller aynı havuzda toplanır. Sonuç olarak vade ve risk yapılarına göre ayrılmış birçok havuz oluşturulmaktadır. İlgili havuzda toplanan kredi kadar tahvil ihraç edilmektedir. Genellikle bu modellerde kredilerin anapara ve faiz ödemeleri yatırımcıya aktarılmaktadır. Bu sebeple tüketicinin kredisini erken ödemesi durumunda, erken ödeme riski yatırımcıda kalmaktadır.

b. İpoteye Dayalı Menkul Kıymetler

İpoteye dayalı menkul kıymetleri (İDMK) ipotekli tahvillerden ayıran en önemli fark daha önceden de belirtildiği gibi kredi alacaklarının konut finansmanı kuruluşunun bilançosundan çıkarılarak ihraç edilmesidir.

(1-2) Tüketicilere ipotek karşılığı kredi verilirken,



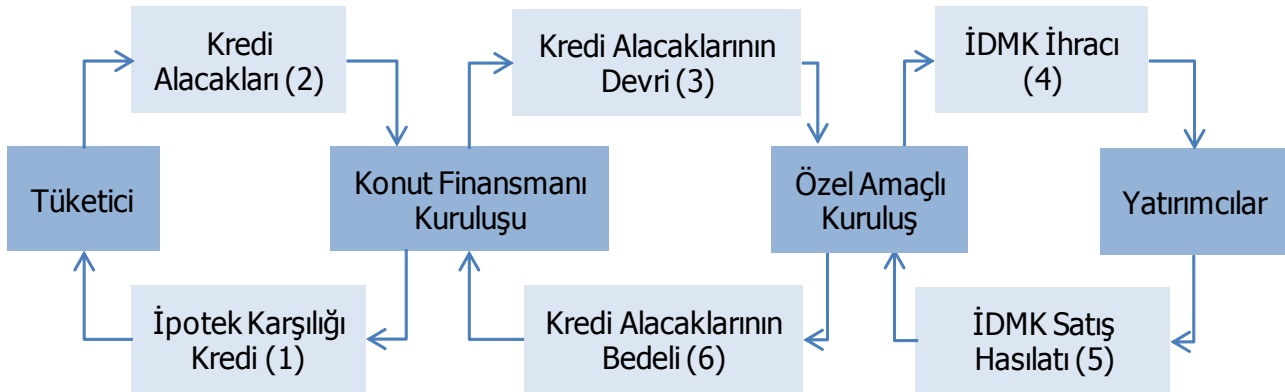
(3) bu kredi alacakları İDMK ihracı amacıyla kurulan özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. (4) İDMK ihracından elde edilen (5) hasılat ise alınan kredilerin karşılığı olarak (6) konut finansmanı şirketine devredilmektedir. Konut finansmanı kuruluşu da bu gelirleri tekrar sisteme dahil ederek, yeni verilecek krediler için kaynak olarak kullanmaktadır.

Bu sistem VDMK'larda olduğu gibi konut finansmanı kuruluşunun özsermaye/borç oranında iyileşme sağlamaktadır. Diğer taraftan, dayanak varlık olan kredilerin nakit akımları, bir başka ifadeyle ara ödemeleri, ihraç edilen menkul kıymetlere yansımaktadır. Bu sebeple erken ödeme riskini yatırımcı taşımakta-

dır. Ayrıca, bu enstrümanlarda kredi riskini de ilgili menkul kıymeti satın alan yatırımcılar taşımaktadır.

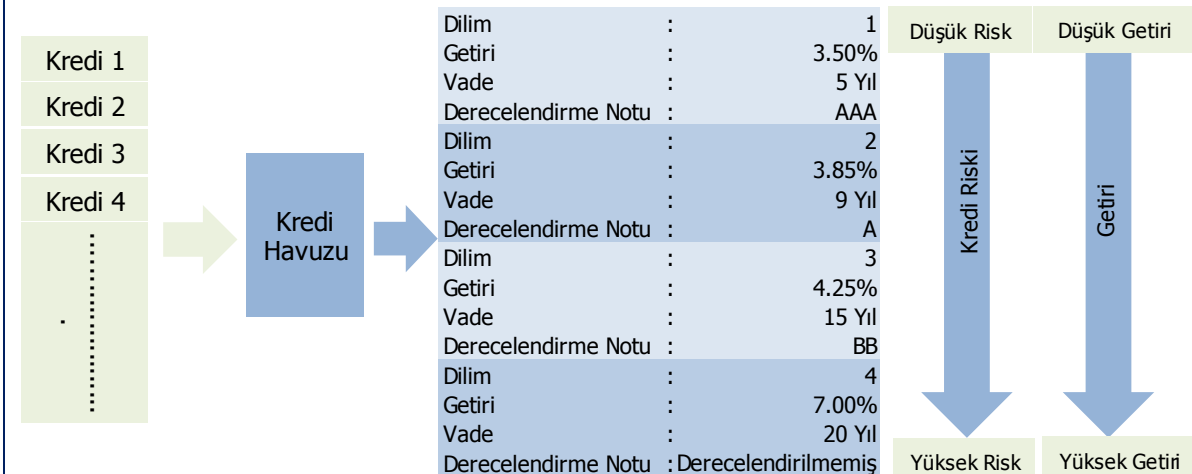
Mortgage kredileri çeşitli şekillerde menkul kıymetleştirilebilmektedir. Temelde, kurulan özel amaçlı bir şirketin ihraç ettiği tahvillerin satışına dayanan bu türler, özel amaçlı şirketin yapısından tahvil sahiplerine yapılan ödeme türlerine kadar çeşitli konularda farklılıklar göstermektedir. Bu türler arasında diğerlerine kıyasla teminatlı ipotek yükümlülükleri (collateralized mortgage obligations-CMOs), yatırımcılara yapılan ödemeler açısından farklılaşmaktadır. Bu ürünlerde ipotek kredileri bir havuzda toplanarak, dilim olarak adlandırılan farklı vade ve getirilerde

İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (İDMK) İhracı



Kaynak: TSPAKB

Teminatlı İpotek Yükümlülükleri



Kaynak: TSPAKB

tahvil ihracı yapılır. CMO'lar için bir örnek daha açıklayıcı olabilir.

Hazırlanan havuza göre, ihrac edilen tahviller vadelerine göre çok sayıda dilimde gruplandırılabilir. 1. dilimden son dilime doğru ilerledikçe vade uzar, getiri artar. Diğer taraftan ilk dilimlerde yer alan tahvillerin nispeten kısa vadeli olması ve geri ödemelerde yaşanacak bir aksaklık durumunda en az etkilenecek tahvillerden olması sebebiyle, geri ödenmeme riski daha düşüktür. Sonuç olarak ilk dilimlerin kredi derecelendirme notu son dilimdekilere kıyasla daha yüksektir. İlerleyen dilimlerde riskin artması getiri oranını yükseltmektedir. Kredi kullanan tüketiciler ödemelerini yaptıkça, önce 1. dilimin anaparası ödenir ve vadesi tamamlanır. Ardından 2. ve sonraki dilimlerin ödemeleri yapılır ve itfaları tamamlanır.

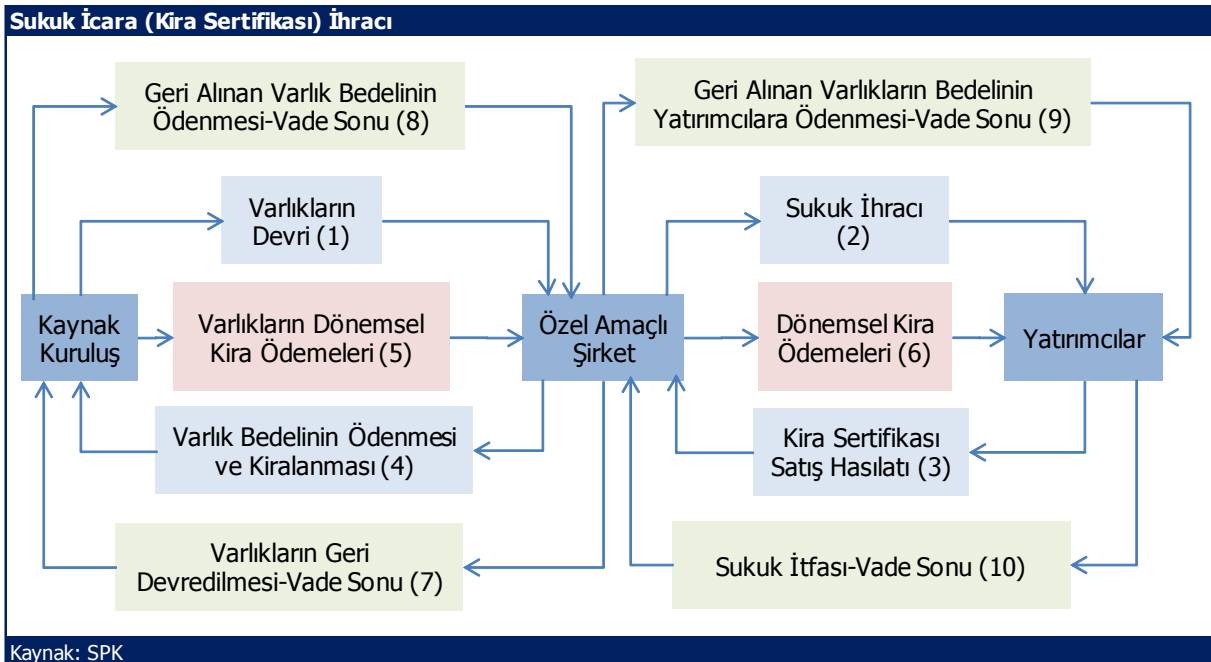
3. SUKUK

Bir diğer menkul kıymetleştirilmiş enstrüman ise İslami yöntemleri esas alan bir finansman aracı olan sukuktur. Diğer menkul kıymetleştirilmiş araçlarda olduğu gibi, havuzda toplanan finansal araçların özel amaçlı kuruluş işlevi gören İslami bankalar tarafından menkul kıymetleştirilmesi esasına dayanmaktadır. Havuzda hisse senetleri, emtia, intifa hakkı veya borçlanma araçları toplanabilir. Bu varlık ve intifa haklarının paraya çevrilebilir olması gerekmektedir.

İntifa, yani kullanma hakkı, kiracıya belirlenmiş fiyatlarla makine, uçak, gemi veya tren gibi varlıklarda sağladığı kullanım hakkını ifade etmektedir. Sukuk ve diğer İslami finansal araçlar hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem'in Mayıs 2008 tarihli yayınından ulaşabilirsiniz.

Kâr paylaşımı, finansal kiralama, maliyet ve kâr paylı satış, ön ödemeli satış gibi yöntemler kullanılarak farklı sukuk çeşitleri üretilmektedir. Kâr paylaşımı ve finansal kiralama yöntemini baz alan sukuk ihraclarında anapara ve getiri yatırımcılara garanti edilemez, kâr payı önceden belirlenen oranlarda paylaşılır. En yaygın kullanılan ve ülkemiz mevzuatında da yerini alan sukuk türü ise finansal kiralama sukuklarıdır. Bu yapıda yöntem devret-geri kirala şeklindedir.

(1) Kaynak kuruluş, menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklarını sukuk ihracı amacıyla kurulan özel amaçlı şirkete devreder. (2) Ardından bu varlıklara dayalı olarak ihrac edilen sukuk karşılığında yatırımcılardan elde edilen (3) fon, (4) ihraca konu olan varlıkların bedeli olarak kaynak kuruluşu ödenir. Kaynak kuruluş varlıklarını önce özel amaçlı şirkete devrederken, ardından bunları kiralamaktadır. (5-6) Belirlenen dönemlerde kira ödemeleri özel amaçlı şirket üzerinden yatırımcılara aktarılır. (7) Vade sonunda ise kaynak kuruluş özel amaçlı şirketten varlıklarını geri devralırken, (8) bu devrin karşılığını



özel amaçlı kuruluşa devreder. (9) Ardından bu belde yatırımcılara aktarılırken, (10) sukukun da itfası yapılmaktadır.

4. MENKUL KIYMETLEŞTİRİLMİŞ ENSTRÜMANLARIN RİSKLERİ

VDMK, sukuk, ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi temelde menkul kıymetleştirme işlemine tabi olan araçlar, özellikle dayanak aldıkları varlıkların hassasiyetine bağlı olarak çeşitli risklere maruz kalmaktadır.

Bu riskler arasında en öne çıkan erken ödeme riskidir. Örneğin, konut kredisi faiz oranlarında yaşanacak düşüş, kredi sahiplerinin borçlarını yeniden yapılandırarak erken ödemelerine sebep olabilmektedir. Bu durumda VDMK için belirlenen vade beklenenden erken sona erecektir. Sonuç olarak VDMK yatırımcısının toplam getirisi de bu erken itfaya bağlı olarak düşecektir.

Piyasa faiz oranlarının düşmesi, erken ödeme riskinin yanında yeniden yatırım riskini de beraberinde getirmektedir. Erken itfa sonucunda elde edilen anapara bu sefer piyasadaki düşük faiz oranı ile değerlendirilecektir.

Menkul kıymetleştirilmiş enstrümanların taşıdığı bir diğer risk ise kredi riskidir. Bu araçların dayanak aldığı alacaklar eğer sahipleri tarafından ödenmez ise bu enstrümanların sahipleri zarar edecektir.

Bununla birlikte farklı dövizlere dayalı teminatlar içeren enstrümanlar kur riskini taşıırken, ekonomik

konjonktürden kaynaklanacak olumsuz durumlar ise sistemik riske işaret etmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Şirketler hisse senedi ihracının yanında, borçlanma aracı ihracı ile de sermaye piyasasından finansman sağlayabilmektedir. Bu borçlanma araçları arasında tahvil ve menkul kıymetleştirilmiş enstrümanlar ilk sıralarda yer almaktadır.

Şirket tahvilleri, şirketler açısından bir finansman imkanı sağlamanın yanında; faiz oranı, teminat yapısı, ödeme şekli gibi konularda geniş bir esneklik sağlamaktadır. İhraççı şirketlerin yanında yatırımcılar açısından da düzenli getiri sağlaması, likit yapıda olması ve yatırım portföyünün çeşitlendirilmesine yardımcı olması açısından avantaj sağlamaktadır.

Faiz yapılarına göre sabit, değişken ya da endeksli tahviller ile beraber; itfa tarihinde yatırımcılara anapara yerine hisse senedi opsiyonu sunan tahvil çeşitleri de mevcuttur.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde (VDMK), nakit akışı sağlayan bir alacak havuzu dayanak alınmaktadır. Bu alacaklar, konut kredileri, tüketici ve otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, proje finansmanında kullanılan krediler, ticari gayrimenkul kredileri gibi çeşitli varlıklar olabilmektedir. Bu varlıklar menkul kıymetleştirilerek finansman sağlanmaktadır.

İslami esasları baz alan bir finansman aracı olan sukuk da bir tür menkul kıymetleştirilmiş enstrümandır. VDMK'lar gibi, bir havuzda toplanan finansal araçların özel amaçlı kuruluş olan İslami bankalar tarafından menkul kıymetleştirilmesi esasına dayanmaktadır.

Yaygın olarak kullanılan menkul kıymetleştirilmiş enstrümanlardan bir diğeri ise konut finansmanı kredilerine dayalı olarak ihraç edilenlerdir. Temelde varlıkların bilanço içinde tutulduğu ipotekli tahviller ile, varlıkların özel amaçlı bir kuruluşa devredildiği ipoteğe dayalı menkul kıymetler olmak üzere iki çeşidi bulunmaktadır. Dünyada yaygın olarak kullanılan bu enstrümanların ülkemiz piyasalarında da daha da çeşitlenerek kalıcı olarak yer alacağını düşünüyoruz.



KAYNAKÇA

"Kredi Derecelendirme Kurumları", Gökben Altaş, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Ağustos 2009

"İpotekli Konut Finansmanı Sistemi", Gökben Altaş, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Ağustos 2007

"İslami Finans Sistemi", Gökben Altaş, Sermaye Piyasasında Gündem, Mayıs 2008

"Tüketici Fiyatlarına Endeksli Devlet Tahvilleri, Yatırımcı Kılavuzu", Hazine Müsteşarlığı

Investing In Bonds: www.investinginbonds.com

Investing In Bonds Europe:
www.investinginbondseurope.org

Investing Answers: www.investinganswers.com

Investopedia: www.investopedia.com

International Islamic Financial Market (IIFM):
www.iifm.net



GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI PİYASASI

Bu raporda, Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi'nin (International Council of Securities Association- ICSA) Gelişmekte Olan Piyasalar Komitesi tarafından incelenen konulardan "gelişmekte olan ülkelerde özel sektör borçlanma araçları piyasası" ele alınmıştır. Komiteye başkanlık eden Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından 2011 yılında hazırlanan ve ICSA tarafından yayınlanan bu rapor kapsamında, Brezilya, Bulgaristan ve Güney Kore aracı kuruluş birliklerinin verdiği bilgiler doğrultusunda özel sektör borçlanma araçları piyasasının düzenlemeleri, işleyişi ve verileri incelenmiştir.

I. BREZİLYA

Brezilya sermaye piyasası Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-CVM) tarafından düzenlenmekte ve denetlenmektedir. Borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemeler ise CVM ve Brezilya Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.

Brezilya'da hisse senedine dönüştürülebilir ve teminatlı/teminatsız özel sektör borçlanma araçları işlem görmektedir. Tahviller kuponsuz, sabit faizli, değişken faizli (3 veya 6 ay) ve enflasyona endeksli şekilde ihraç edilebilmektedir.

Özel sektör tahvillerinin yanı sıra finansman bonoları da ihraç edilebilmektedir. Halka kapalı şirketlerin ihraç ettiği bonoların vadesi 180 günden fazla olamazken, halka açık şirketlerin ihraç ettiği bonolar için vade sınırlaması 1 yıldır.

Brezilya'da tahvil ihracı gerçekleştirecek özel sektör kuruluşlarının CVM'ye kayıt olması gerekmektedir. Diğer taraftan, yabancı şirketlerin tahvil ihracına izin

verilmezken, yerli şirketlerin yurtdışında tahvil ihracına ilişkin bir kısıt bulunmamaktadır.

A. DÜZENLEYİCİ ÇERÇEVE

Tahvil ihracı

Brezilya'da mevduat kabul eden finans kuruluşlarının tahvil ihraç etmesine izin verilmemektedir. Mevduat kabul etmeyenler ise her bir ihraç sırasında Brezilya Merkez Bankasından izin almak zorundadır.

Önceki yıllarda ihraççı kuruluşun özsermaye tutarı ile sınırlandırılan ihraç limiti 2011 yılında kaldırılmıştır.

Özel sektör tahvillerinde satış yöntemi, bakiye yüklenimi veya en iyi gayret şeklinde olabilmektedir. 2009 ve 2010 yıllarındaki halka arzlara bakıldığında zaman işlemlerin sırasıyla %73 ve %80'inin bakiye yüklenimi ile yapıldığı görülmektedir. Ayrıca, tahsisli satış uygulamalarında özellikle bakiye yükleniminin kullanıldığı belirtilmektedir.

Derecelendirme

Brezilya'daki düzenlemeler ihraç edilecek borçlanma araçlarının kredi derecelendirmesini zorunlu tutmaktadır. Ancak uygulamalar işlem gören tahvillerin derecelendirmesinin yapıldığını göstermektedir. Düzenlemelerde, ihraç edilen tahvillerin derecelendirmesinin yapıldığı durumlarda, bu bilginin kamuya duyurulması ve güncel tutulması gerektiği belirtilmektedir.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Özel sektör borçlanma araçlarını ihraç eden kurumlar CVM tarafından açıklanan kamuyu aydınlatma standartlarını uygulamakla yükümlüdür. Tahsisli satışta ise ihraççılar daha esnek yükümlülüklerle tabidir.

Özdüzenleyici Kurumların Rolü

Özdüzenleyici kurum olarak görev yapan Brezilya Finans ve Sermaye Piyasaları Birliği (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais- ANBIMA) özel sektör borçlanma araçları piyasasının düzenlenmesi sürecinde aktif olarak rol oynamaktadır.

Brezilya'daki halka arz sürecinin hızlandırılması için CVM ve ANBIMA ortak bir çalışma yürütmektedir. Düzenlemelere göre, halka arz olan şirketlerle ilgili ilk değerlendirme ANBIMA tarafından da yapılabilmektedir. Bu değerlendirmenin ardından olumlu sonuç alan şirketler CVM'ye başvurularında basitleştirilmiş bir değerlendirmeye tabi olmaktadır. Ayrıca, ANBIMA'nın halka arzların reklam ve tanıtımları da Birlik tarafından denetlenmektedir.

Bunların yanı sıra ANBIMA özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin çeşitli veriler de sağlamaktadır. Birlik, 100'ün üzerinde özel sektör borçlanma aracına ilişkin gösterge fiyat açıklamakta ve çeşitli endeksler hesaplamaktadır. Ayrıca Birlik, internet sitesi aracılığıyla ikincil piyasa işlemlerine ve halka arzlarla ilişkin verileri duyurmakta, ihraççı kurumlar ve piyasadaki diğer gelişmeler hakkında bilgiler yayınlanmaktadır.

B. İHRAÇ MALİYETİ VE VERGİLENDİRME

Borçlanma araçlarının ihracı sırasında, finansal tabloların denetimi, derecelendirme veya tanıtım faaliyetleri için harcanan ek giderlerin yanı sıra denetleyici otoriteye ve özdüzenleyici kuruma ödenen maliyetler bulunmaktadır.

En fazla 82.000 Brezilya Reali (≈ 50.000 \$) olmak üzere CVM'ye kayıt ücreti:

- Bonolar için ihraç tutarının %0,1'i
- Tahviller için ihraç tutarının %0,3'üdür.

ANBIMA'ya kayıt olanlar için kayıt ücreti ise, 20.000-140.000 Brezilya Reali ($\approx 12.000-82.000$ \$) arasında olmak üzere, ihraç tutarının %0,007'si kadardır.

Tezgâhüstü piyasada işlem görmek isteyen özel sektör borçlanma araçları için ise Menkul Kıymet Takas ve Saklama Merkezine kayıt ücreti olarak 10.000-



67.000 Brezilya Reali ($\approx 6.000-40.000$ \$) arasında olmak üzere, ihraç tutarının %0,005'i kadar bir ihraç maliyeti bulunmaktadır.

Brezilya'da tam mükellef gerçek ve tüzel kişilere tahvil alım-satım kazançları üzerinden uygulanan stopaj oranları aşağıdaki gibidir.

- Vadesi 180 günden az ise %22,5,
- Vadesi 181-360 gün arasında ise %20,
- Vadesi 361-720 gün arasında ise %17,5,
- Vadesi 2 yıldan fazla ise %15.

Ayrıca özel amaçlı kuruluşlar tarafından altyapı yatırımlarının finanse edilmesi için ihraç edilen 4 yıldan uzun vadeli tahviller farklı bir vergilendirme rejimine dahildir. Bu tahviller için bireysel yatırımcıların alım-satım kazancı stopaja tabi değilken, kurumsal yatırımcılara %15 oranında stopaj uygulanmaktadır.

Ayrıca 1 Ocak 2011'den itibaren yabancı yatırımcıların tahvil alım-satım kazançları stopaja tabi edilmektedir.

Bunların yanı sıra portföyünün en az %85'ini özel sektör borçlanma araçlarında değerlendiren yatırım fonlarının alım-satım kazançları da (hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için) stopaja tabi tutulmaktadır.

C. ÖZEL SEKTÖR TAHVİL PİYASASI

Brezilya'da özel sektör tahvilleri Brezilya Menkul Kıy-

Brezilya Borçlanma Araçları Stoku

(Myr. \$)	Özel Sektör Tahvilleri			Banka Bonoları		Kredi Bağlantılı	Toplam
	Leasing	Tahvil	Bono	Mevduat Sertifikası	Banka Bonusu	Menkul Kıymetler	
2007	88	31	1	224	-	21	365
2008	81	25	8	312	-	28	454
2009	118	44	8	477	-	47	694
2010	135	68	6	512	19	73	813
2011	135	75	6	402	79	96	793

Kaynak: ANBIMA

met, Emtia ve Türev Borsasında veya tezgâhüstü piyasada işlem görebilmektedir. Tezgâhüstünde işlem gören özel sektör borçlanma araçlarının Menkul Kıymet Takas ve Saklama Merkezine (CETIP) kaydolması zorunludur. Tezgâhüstü piyasada özel sektör tahvillerinin takası ve saklaması CETIP'te yapılmaktadır.

Son yıllardaki işlem hacmine bakıldığında, işlemlerin çoğunlukla tezgâhüstünde yapıldığı görülmektedir. Borsada işlem gören özel sektör borçlanma araçları-

nın işlem hacmindeki payı %1 kadardır.

Brezilya'daki borçlanma araçları piyasasında bankaların ihraç ettiği mevduat sertifikaları ağırlıktadır. 2010 yılından bu yana ihraç edilmeye başlanan banka bonoları için minimum 2 yıl vadeli olma şartı aranmaktadır.

Son beş yılda işlem gören özel sektör tahvili sayısı düzenli olarak artmıştır. 2011 sonunda 82 milyar \$ piyasa değerine sahip 639 özel sektör borçlanma aracında 11 milyar \$'lık işlem gerçekleşmiştir.

İhraç sayılarına bakıldığında ise 2009 yılından bu yana önemli bir çıkışın yaşandığı görülmektedir. 2009 yılında 193, 2010 yılında 244, 2011 yılında ise 294 özel sektör borçlanma aracı ihraç edilirken, bu işlemlerle toplamda 108 milyar \$'lık kaynak yaratılmıştır.

Brezilya'daki özel sektör tahvillerinin takası, mutabakat ve takas kurumu olarak faaliyet gösteren Cetip aracılığıyla yapılmaktadır. İşlemlerin takası T+0'da ödeme karşılığı teslim prensibine dayalıdır.

BMF&BOVESPA'da işlem gören özel sektör borçlanma araçlarının takası ise Brezilya Mutabakat ve Saklama Merkezi, CBLC'de yapılmaktadır. Bu aşamada, takas merkezi karşı taraf aracılığıyla yapıldığı zaman T+0 veya T+1'de gerçekleştirilebilmektedir.

Brezilya Borçlanma Aracı Piyasası

Adet	2007	2008	2009	2010	2011
Tahvil (leasing hariç)	229	245	316	452	578
Bono	8	46	41	28	61
Özel Sektör Toplam	237	291	357	480	639
Devlet Tahvili	72	57	54	52	51
Tutar (Mn. \$)					
Tahvil (leasing hariç)	30.507	24.679	43.516	67.855	75.120
Bono	1.382	7.891	8.194	6.001	6.411
Özel Sektör Toplam	31.889	32.570	51.710	73.856	81.531
Devlet Tahvili	691.509	541.217	803.133	962.634	950.560
İşlem Hacmi (Mn. \$)					
Tahvil (leasing hariç)	9.867	12.258	9.495	9.370	10.452
Bono	494	12.028	2.846	934	409
Özel Sektör Toplam	10.361	24.286	12.341	10.304	10.861
Devlet Tahvili	873.020	687.690	772.120	1.143.160	1.170.132
İhraç Sayısı					
Tahvil (leasing hariç)	49	36	112	193	209
Bono	20	40	81	51	85
Özel Sektör Toplam	69	76	193	244	294
İhraç Tutarı (Mn. \$)					
Tahvil (leasing hariç)	7.703	5.039	15.446	31.064	28.962
Bono	4.990	13.846	11.358	10.650	10.760
Özel Sektör Toplam	12.693	18.885	26.804	41.714	39.722
Devlet Tahvili	258.293	179.201	237.809	329.517	289.545

Kaynak: ANBIMA

II. BULGARİSTAN

Bulgaristan sermaye piyasaları Finansal Denetim Komisyonu (Financial Supervision Commission-FSC) tarafından düzenlenmektedir. Özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemeleri de FSC belirlemektedir.

Bankalar tarafından ihraç edilen mortgage bonoları dışında kalan özel sektör borçlanma araçları düzenlemelerde tek tek tanımlanmamıştır. Ancak mevcut durumda piyasada sabit ve değişken faizli tahviller, çevrilebilir, çağrılabilir, iade edilebilir tahviller işlem görmektedir.

Bulgaristan AB üyesi olduğundan, AB standartlarında izahname hazırlamakta, "tek pasaport" ilkesi çerçevesinde yerli şirketler tahvillerini Avrupa Birliğinde yer alan diğer ülkelerde de satışa çıkarabilmektedir. Diğer taraftan yerli şirketler AB dışındaki diğer ülkelerde de tahvil ihraç edebilmektedir. Böyle bir durumda, ihraççı şirket Finansal Denetim Komisyonunu bilgilendirir ve ilgili ülkenin otoritesine sunacağı izahname dahil tüm dokümanları FSC'ye de sunar. Avrupa Birliği dışındaki diğer ülkelerden ihraççılar için getirilmiş çeşitli yükümlülükler de bulunmaktadır. FSC, ilgili ülkedeki otorite tarafından onaylanmış olan izahnameyi incelemekte, uygun gördüğü durumlarda tahvilin, yalnızca Bulgaristan ile sınırlı olmak üzere satışına izin vermektedir.

A. DÜZENLEYİCİ ÇERÇEVE

Tahvil İhracı

Bulgaristan'da yalnızca anonim şirketler tahvil ihraç edebilmektedir. Anonim şirketlerin tahvil ihracı yapabilmeleri için en az iki yıldır faaliyette olmaları ve finansal tablolarını yayınlamaları gereklidir. Ancak anonim şirket statüsünde kurulmuş gayrimenkul yatırım ortaklıkları için bu şart aranmamakta, GYO'lar faaliyete geçer geçmez tahvil ihraç edebilmektedir. AB düzenlemelerine göre UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) tanımına giren kolektif yatırım kuruluşlarının tahvil ihraç etmesine izin verilmemektedir.

Tahvil ihracına ilişkin herhangi bir üst limit bulunmamaktadır. Diğer taraftan, tahsisli satışlarda, 100'ün

altında bir sayıda yatırımcıya satılacak olan ihraçlarda veya kupür değeri 50.000 avronun üstünde olan ihraçlarda izahname hazırlama zorunluluğu bulunmamaktadır.

Bulgaristan'da halka arzlar çoğunlukla en iyi gayret şeklinde yapılmaktadır. Bunun nedeni, halka arzın bakiye yüklenimi yoluyla yapılması durumunda işlemlere aracılık yapan kurumun daha yüksek sermaye yeterliliği ve likidite şartlarına tabi olmasıdır.

Derecelendirme

Bulgaristan'da ihraç edilen borçlanma araçları için kredi derecelendirme yapılması zorunlu değildir. Ancak düzenlemeler emeklilik yatırım fonlarının yalnızca yatırım yapılabilir seviyeye sahip borçlanma araçlarına yatırım yapabilmesine izin vermektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kurumlarından "yatırım yapılabilir" kredi notu almış bu ürünler ilgili düzenlemelerde nitelikli borçlanma araçları olarak tanımlanmaktadır. Örneğin kamu emeklilik sisteminin daha istikrarlı bir yapıya kavuşması amacıyla kurulmuş devlet yatırım fonu da yalnızca yatırım yapılabilir kredi notuna sahip borçlanma araçlarına yatırım yapabilmektedir.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Tahvil ihraç eden kurumlar, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri çerçevesinde üçer aylık ve yıllık mali tablolarını yayınlamak zorundadır. Bu bilgilerin en az beş yıl süreyle yayınlanması gerekmektedir. Halka açık şirketler ve diğer ihraççıların da tabi olduğu bu düzenlemeye göre şirketler ayrıca mali tablolarını



FSC'ye bildirmekte ve FSC de şirketlere ait bu verileri yayınlamaktadır. Aynı zamanda ihraççı kurumun yapacağı özel durum açıklamalarının eş zamanlı olarak bütün Avrupa Birliği üyesi ülkelerde kamuoyunun bilgisine sunulması gerekmektedir.

Özdüzenleyici Kurumların Rolü

Bulgaristan sermaye piyasasında faaliyet gösteren Bulgaristan Lisanslı Yatırım Kuruluşları Birliği'nin (Bulgarian Association of Licensed Investment Firms-BALIF) özel sektör tahvillerinin düzenlenmesi aşamasında üstlendiği bir rol bulunmamaktadır.

B. İHRAÇ MALİYETİ VE VERGİLENDİRME

Bulgaristan'da özel sektör tahvil ihracında düzenleyici otoriteye, saklama kurumuna, organize piyasalarda işlem görmesi durumunda borsaya ödenen çeşitli ücretler bulunmaktadır.

Finansal Denetim Komisyonu:

- İzahnamenin onaylanması için ihraç tutarının belirli bir oranı olarak ödenen kayıt ücreti.
- Yıllık denetim ücreti.

Menkul Kıymet Saklama Kurumu:

- Kaydileştirme Ücreti: En fazla 5.000 Bulgar Levası (≈ 3.500 \$) olmak üzere 1.500 Bulgar Levası (≈ 1.000 \$) sabit ücret ve her bir hesap için 1 Bulgar Levası.

Bulgaristan Menkul Kıymetler Borsası:

- Kayıt ücreti: 500 Bulgar Levası (≈ 350 \$),
- Borsa payı: İşlem görecektahvilin nominal değerinin %0.01,
- Kotta Kalma Ücreti: Yıllık 1.000 Bulgar Levası (≈ 700 \$),
- Diğer ücretler: İşlem görmesine onay verilmiş bir tahvilin faiz oranı veya diğer özelliklerinde yapılacak değişikliklerde 2.000 Bulgar Levası ceza ücreti.

Bulgaristan'da alım-satım kazançları üzerinden %5 gelir vergisi stopaj uygulanmakla beraber tahvillerden elde edilen faiz kazançları vergiden muaftır.

C. ÖZEL SEKTÖR TAHVİL PİYASASI

Bulgaristan Menkul Kıymetler Borsasında (BSE-Sofia); çevrilebilir tahviller, mortgage bonoları, sabit ve değişken faizli tahviller, geri çağrılabilir ve iade edilebilir tahviller işlem görmektedir.

Bu bölümdeki tablolarda BSE-Sofia'da işlem gören özel sektör borçlanma araçlarının istatistiklerine yer verilmiştir. Tezgâhüstü piyasada işlem gören borçlanma araçları için bir veriye ulaşılamamıştır. Diğer taraftan, devlet tahvilleri 2008 yılından bu yana BSE-Sofia'da işlem görmemektedir.

BSE-Sofia'da işlem gören özel sektör borçlanma araçlarının işlem hacmi 2007 yılından bu yana kademeli olarak azalmaktadır. Borsa'da 2007 yılında 191 milyon € olan işlem hacmi, 2011 yılında 62 milyon €'ya kadar gerilemiştir.

Bulgaristan'da Menkul Kıymet Saklama Kurumu (Central Depository of Securities-CDS) takas ve kayıt kuruluşu olarak görev yapmaktadır. Borsa'da işlem gören menkul kıymetlerin takası CDS tarafından yapılmaktadır. Ayrıca, tahviller dahil organize ve tezgâhüstü piyasalarda işlem gören tüm kaydileştirilmiş menkul kıymetlerin kaydı CDS tarafından tutulmaktadır.

Ödeme karşılığı teslim ilkesine göre işlem gören özel sektör tahvillerinin takası T+2'de yapılırken, ödemenin teslim (delivery free of payment-DFP) T+0'da gerçekleşmektedir.

Diğer taraftan devlet tahvillerinin takası Bulgaristan merkez bankası tarafından yapılmaktadır.

BSE-Sofia Özel Sektör Tahvilleri Piyasası

	2007	2008	2009	2010	2011
Tahvil Stoku (Mn. €)	606	629	505	418	411
İşlem Hacmi (Mn. €)	191	127	86	64	82

Kaynak: BALIF

III. GÜNEY KORE

Güney Kore'de özel sektör borçlanma araçları piyasası Finansal Hizmetler Komisyonu (Financial Services Commission- FSC), Finansal Denetim Hizmetleri (Financial Supervisory Services-FSS) ve Kore

Finansal Yatırım Birliği (Korea Financial Investment Association-KOFIA) tarafından düzenlenmektedir.

Kore’de finansal hizmetlerin denetimi ve düzenleyici kuralların oluşturulması iki farklı otorite tarafından yürütülmektedir. Finansal Hizmetler Komisyonu, düzenleyici kuralları oluştururken, bu kuralların uygulanıp uygulanmadığının denetimi Finansal Denetim Hizmetleri tarafından yapılmaktadır.

Güney Kore’de sabit faizli, değişken faizli, dönüştürülebilir, değiştirilebilir, varlığa dayalı ve varant ilişti-rilmiş borçlanma araçları işlem görmektedir.

Koreli şirketlerin yurtdışında tahvil ihraç etmelerinin önünde bir kısıt bulunmamaktadır. Yabancı yatırımcılar da Kore’de Won veya ABD doları cinsinden özel sektör tahvili ihraç edebilmektedir. Örneğin 2007 yılında Endonezyalı bir holding Vietnam’daki yatırımlarını finanse etmek için, 3 yıl vadeli 50 milyar Won (\approx 40 milyon \$) değerinde özel sektör tahvili ihraç etmiştir.

A. DÜZENLEYİCİ ÇERÇEVE

Tahvil İhracı

Kore’de özel sektör borçlanma aracı ihraç edebilecek şirketler için bir kısıtlama bulunmamaktadır. Ancak, ihraççının iki veya daha fazla kredi derecelendirme kurumu tarafından yatırım yapılabilir kredi notuna sahip olması istenmektedir.

Kore’de ihraç edilecek bonolar şirket özsermayesinin dört katını aşmamalıdır. Ülkede vadeye ilişkin bir kısıt bulunmazken, şirketler ihraç maliyetleri daha düşük ve halka arz süreçleri daha kolay olduğu için vadesi bir yıldan kısa olan özel sektör borçlanma araçları ihraç etmeyi tercih etmektedir.

Borçlanma araçlarının satışı bakiye yüklenimi ve en iyi gayret yöntemleri kullanılarak yapılabilmektedir. Ancak, bakiye yüklenimi kurumların özsermaye yeterliliği kriterlerini olumsuz etkilediği için bu metot çok tercih edilmemektedir.

Derecelendirme

Özel sektör tahvillerinin kredi derecelendirmesi zorunlu tutulmaktadır. Tahvillerin en az iki kredi derecelendirme kurumu tarafından değerlendirilmeye tabi



tutulmuş olması beklenmektedir. Tahvil yatırımcıları arasında büyük çoğunluğa sahip olan kurumsal yatırımcılar, genellikle yatırım yapılabilir seviyenin altında kredi notuna sahip özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapmamaktadır. 2010 yılında ihraç edilen tahvillerin %98’inin kredi notu, yatırım yapılabilir seviyenin üzerindedir.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine bağlı olarak ihraççı kurumlar, kredi derecelendirme notlarını ve halka arza aracılık eden kurum tarafından hazırlanan değerlendirme raporlarını kamuoyunun bilgisine sunmak zorundadır. Eğer ihraç tahsisli satış yöntemiyle yapılacaksa, şirket kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden muaf tutulmaktadır.

Özdüzenleyici Kurumların Rolü

Özdüzenleyici kurum olarak görev yapan Kore Finansal Yatırım Birliği (Korea Financial Investment Association-KOFIA) özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin verilerin derlenmesi ve yayınlanması aşamasında görev almaktadır. Bu yolla KOFIA, tezgâhüstü

piyasada işlem gören tahvillerin fiyatlarının daha şeffaf bir yapıya bürünmesi için çalışmaktadır.

Tezgâhüstü piyasada tahvili işlemi yapan bir aracı kurum, 15 dakika içinde işlem detaylarını KOFIA'ya bildirmek zorundadır. Daha sonra KOFIA bu bilgiyi kamuoyu ile paylaşmaktadır.

Ayrıca KOFIA işlem öncesi şeffaflığın da sağlanabilmesi için 2007 yılında Tahvil Kotasyon Sistemini (Bond Quotation System-BQS) devreye almıştır. Bu tarihten itibaren finans kuruluşları, kendi aralarında telefon gibi diğer kanallar aracılığıyla verdikleri kotasyonları BQS'e bildirmekle yükümlü tutulmuşlardır. Böylece tezgâhüstü piyasada verilen tüm alış-satış kotasyonlarının bir sistem üzerinde toplanarak fiyat şeffaflığının oluşması hedeflenmiştir.

B. İHRAÇ MALİYETİ VE VERGİLENDİRME

Kore'de özel sektör borçlanma araçlarının ihracı sırasında temelde üç maliyet ile karşılaşılmaktadır. İhraççı kurum tarafından düzenleyici otoriteye, borsaya ve saklama kurumuna ödenen ücretler bulunmaktadır.

Finansal Denetim Hizmetleri

Kayda alma ücreti olarak ihraç tutarının belirli bir yüzdesi ödenmektedir:

- 1 yıldan kısa vadeli: %0,05,
- 1 yıldan uzun 2 yıldan kısa vadeli: %0,07,
- 2 yıldan uzun vadeli: %0,09.

Kore Borsası

- Kayıt ücreti: İhraç tutarına bağlı olarak 100.000 Won-1,7 milyon Won (\approx 100-1.500 \$) arasında değişmektedir.
- Kotta Kalma Ücreti (yıllık olarak):
 - Bir yıldan kısa vadeli: Bulunmamaktadır,
 - 1-5 yıl vadeli: 100.000 Won (\approx 100 \$),
 - 5 yıldan uzun vadeli: 500.000 Won (\approx 500 \$).

Kore Saklama Kurumu

- Kayıt ücreti: 100.000-500.000 Won arasında değişmektedir.

Kore'de özel sektör tahvillerinin alım-satımından doğan kazançlar vergiden muaf tutulmaktadır. Ancak faiz gelirleri %15,4 oranında vergilendirilmektedir.

C. ÖZEL SEKTÖR TAHVİL PİYASASI

Kore'de özel sektör tahvili işlemlerinin büyük bir bölümü tezgâhüstünde yapılmaktadır. 2010 yılında işlemlerin yalnızca %2,6'sı organize piyasalarda yapılmıştır.

2009 yılına kadar Kore'de özel sektör tahvili işlemleri genellikle kurumlar arasında telefon aracılığıyla veya elektronik mesajlaşma sistemleri üzerinden yapılmaktaydı. Merkezi olmayan bu yöntemlerin kullanılması fiyat şeffaflığını azalttığı için, 2009 yılında hükümet özel sektör borçlanma araçları piyasasının geliştirilmesi adına yeni bir sistemi devreye almıştır. KOFIA bünyesinde kurulan elektronik tahvil sistemi FreeBond, tezgâhüstü piyasada yürütülen işlemlerin kayıt altına alınması amacıyla oluşturulmuştur.

Ayrıca, yatırımcıların nominal değeri daha küçük özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin bilgilere tek bir kanal aracılığıyla ulaşabilmesi için 2010 yılında BondMall sistemi devreye alınmıştır.

İncelenen diğer ülkelerle kıyasla en fazla özel sektör borçlanma aracı Kore'de işlem görmektedir. 2011 yılında işlem gören özel sektör tahvil sayısı 7.000'e yaklaşmıştır. 2011 yılında bu tahvillerin işlem hacmi 186 milyar \$'a yükselmiştir. Ancak özel sektör tahvili işlem hacmi kamu sektörünün gerisinde kalmaya devam etmekte olup, 2011 sonunda %5'i kadardır.

Tezgâhüstü piyasada takas, işlem yapan tarafların isteğine bağlı olarak, T+1 ile T+30 arasında değişmektedir. Ödeme karşılığı teslim yönteminin

Kore Borçlanma Araçları Piyasası

(Milyar \$)		2007	2008	2009	2010	2011
Özel	Adet	3.527	3.915	5.522	6.217	6.942
	Tahvil Stoku	114	109	129	167	199
	İşlem Hacmi	76	67	118	135	186
	İhraç Tutarı	38	43	60	60	77
Kamu	Tahvil Stoku	296	259	259	311	352
	İşlem Hacmi	1.636	1.469	2.085	3.204	3.557
	İhraç Tutarı	61	55	74	75	92

Kaynak: KOFIA

uygulandığı tezgâhüstü piyasa, oluşabilecek risklerin önlenmesi için brüt takas esasına dayandırılarak çalışmaktadır.

Borsaya kote borçlanma araçlarının takası ise T+0'da yapılmaktadır.

D. ÖNERİLER

ICSA'nın gelişmekte olan ülkelerde özel sektör borçlanma araçları piyasasının işleyişini ele alan raporunda, bu piyasaların gelişmesi için bazı önerilerde bulunulmuştur. Bu öneriler aşağıdaki gibidir:

1. İhraç edilecek özel sektör borçlanma araçlarının türlerinde bir sınırlama olmamalıdır.
2. Bazı düzenleyiciler, finansal piyasaların istikrarını korumak için şirketlere özsermayenin belirli katları ya da mutlak üst limitler dahilinde borçlanabilecekleri gibi çeşitli kısıtlamalar getirmektedir. Ancak finansal kurumlar, kullandıkları risk yönetimi sistemleri ve uymak zorunda oldukları sermaye yeterliliği şartlarından dolayı, borçlanma konusunda zaten bir limite tabi olduğundan, bu kurumlar için farklı borçlanma limitleri tanımlanması daha uygun olabilir.
3. Bu enstrümanların ihraçlarının teşvik edilebilmesi için, arz prosedürü basitleştirilmeli ve olabildiğince hızlandırılmalıdır. Ayrıca daha önceden ihraç yapan şirketler için süreçler daha da kolaylaştırılmalıdır.
4. Düzenlemelerden kaynaklı ihraç maliyetleri, periyodik olarak gözden geçirilmeli ve olabildiğince düşük tutulmalıdır. Özellikle bu maliyet kalemlerinde bir üst limitin belirlenmesi etkin bir yöntem olabilir.
5. Yeni ihraçlarda talep miktarının tespit edilebilmesinde ön talep toplama yönteminin kullanılması desteklenmelidir.
6. Halka arzlarda yapılan kamuyu aydınlatma şartları, tahsisli satışlara kıyasla daha sıkı olmaya devam etmelidir. Aynı zamanda kamuyu aydınlatma şartları düzenli ihraççılar için basitleştirilmelidir.
7. İhraççılar için kredi derecelendirme notu zorunlu olmamalıdır. Diğer taraftan, kredi derecelendirme notu emeklilik fonları gibi bazı yatırımcı tipleri için zorunlu tutulabilir.
8. Özel sektör borçlanma araçları genellikle kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği için, kurumsal yatırımcıların bu enstrümanlara yatırımları konusundaki sınırlamalar mümkün olduğunca hafifletilmelidir.
9. Özel sektör borçlanma araçları üzerinden alınan vergi, kamu borçlanma araçlarından alınan vergiden fazla olmamalıdır. Farklı vergilendirme piyasasının gelişmesine engel olabilir. Bununla birlikte sağlanacak bazı vergi avantajları, bu araçlar üzerine uzun dönemli yatırımlar yapılmasını da teşvik edecektir.
10. Özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapmanın ya da bu enstrümanları ihraç etmenin sebep olduğu riskleri yönetmek için türev ürünler gibi korunma amaçlı ürünler üretilip, geliştirilmelidir.
11. Özel sektör borçlanma araçlarının likiditesinin artırılması için borsada işlem gören tahviller için piyasa yapıcılığı sistemi desteklenmelidir.
12. Bu araçların repo işlemlerine konu olabilmesi için, gerekli ise düzenleme değişiklikleri yapılmalıdır.
13. Teminat olarak kullanılacak özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin kriterler, özellikle likidite ve kredi derecelendirme notu dikkate alınarak iyi tanımlanmalıdır.
14. İhraççı şirketin temerrüde düşmesi ya da iflası gibi konularda düzenlemeler yatırımcıları koruyacak şekilde güçlendirilmelidir. Düzenleyiciler, mümkün olduğunca tasfiye süreçlerini iyi tanımlamalı, tasfiye işlemlerinin ve yatırımcıların alacaklarının ödenmesinin hızlandırılması sağlanmalıdır.

Diğer taraftan, özel sektör borçlanma araçlarının çoğunluğunun işlem gördüğü ve tezgâhüstü piyasa-



ların özdüzenleyici kurumların gözetiminde olduğu gelişmekte olan ülkelerde, likiditenin yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Bu sebeple yukarıda bahsedilen önerilere ek olarak, özdüzenleyici kuruluşların tezgâhüstü piyasalarda işlem öncesi ve sonrası şeffaflığın geliştirilmesinde sorumluluğu olabilir.

Ayrıca, özdüzenleyici kuruluşlar yatırımcıların sabit getirili menkul kıymetler konusundaki bilgisini ve farkındalığını artırmak için piyasa profesyonellerine yönelik eğitimler düzenlemektedir. Bu yüzden, özdüzenleyici kuruluşların yer aldığı gelişmekte olan ülkelerde, bu organizasyonların rolü, piyasa şeffaflığı ve yatırımcı farkındalığını artırmak için güçlendirilmelidir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi'nin (International Council of Securities Associations-ICSA) Gelişmekte Olan Piyasalar Komitesi tarafından hazırlanan raporda, Brezilya, Bulgaristan, Güney Kore ve Türkiye aracı kuruluş birliklerinin verdiği bilgiler doğrultusunda özel sektör borçlanma araçları piyasasının düzenlemeleri, işleyişi ve verileri incelenmiştir.

Bu sayımızda ICSA çalışmasında ele alınan Brezilya, Bulgaristan ve Güney Kore özel sektör borçlanma araçları piyasaları tanıtılmaktadır. İncelenen ülkelerdeki sermaye piyasası otoriteleri özel sektör borçlanma araçları piyasasının düzenlenmesinden de sorumludur. Güney Kore ve Brezilya'da yer alan özdüzenleyici kuruluşlar bu piyasanın düzenlenmesinde görev alırken, Bulgaristan'daki yatırım kuruluşları birliğinin ise böyle bir fonksiyonu bulunmamaktadır.

Özel sektör borçlanma aracı ihraç edecek kuruluşun derecelendirmesine ilişkin Brezilya, Bulgaristan ve Türkiye'de herhangi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Ancak, Kore'de ihraççı kuruluşun en az iki kredi derecelendirme kurumu tarafından derecelendirilmesi gerekmektedir.

İhraç büyüklüğüne ilişkin Brezilya ve Bulgaristan'da bir sınır bulunmazken, Kore'de Türkiye'deki uygulamaya benzer şekilde ihraççı kuruluşun özsermayesine bağlı olarak çeşitli limitler getirilmiştir.

İncelenen ülkelerde ihraç maliyetleri arasında benzerlik bulunmaktadır. Genellikle düzenleyici otoriteye ödenen kayıt ücreti, borsada işlem görmesi halinde kotta kalma ücreti, takas ve saklama kuruluşuna ödenen kaydileştirme ve saklama ücretleri gibi maliyetler bulunmaktadır.

Satış yöntemleri arasında genellikle en iyi gayret yöntemi kullanılmaktadır. Aracı kuruluşların özsermaye yeterliliği ve likidite rasyosu gibi kriterlerini etkilediği için bakiye yüklenimi çoğunlukla tercih edilememektedir.

İncelenen ülkelerde özel sektör tahvili piyasası kamu tahvillerinin gerisinde kalmaktadır. Diğer taraftan, özel sektör borçlanma araçlarının büyük bir kısmı organize borsalar yerine tezgâhüstünde işlem görmektedir.

Organize piyasalarda işlem gören özel sektör borçlanma araçlarının takas ve saklaması genellikle merkezi bir kurum tarafından yapılmaktadır.

KAYNAKÇA

Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi:
www.icsa.bz

Brezilya

Brezilya Finans ve Sermaye Piyasaları Birliği:
www.anbima.com.br

Brezilya Menkul Kıymet, Emtia ve Türev Borsası:
www.bmfbovespa.com.br

Brezilya Merkez Bankası: www.bcb.gov.br

Debentures: www.debentures.com.br

Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu:
www.cvm.gov.br

Menkul Kıymet Takas ve Saklama Merkezi:
www.cetip.com.br

Bulgaristan

Bulgaristan Lisanslı Yatırım Kuruluşları Birliği:
www.balip.com

Finansal Denetim Komisyonu: www.fsc.bg

Menkul Kıymet Saklama Kurumu: www.csd-bg.bg

Güney Kore

Finansal Hizmetler Komisyonu: www.fsc.go.kr

Finansal Denetim Hizmetleri: www.fss.or.kr

Kore Finansal Yatırım Birliği: www.kofia.or.kr

Kore Saklama Kurumu: www.ksd.or.kr



GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Şubat ayında; borsa şirketlerinin esas alacakları kurumsal yönetim ilkelerini düzenleyen tebliğde değişikliğe gidilirken, payları Serbest İşlem Platformunda işlem görmesine karar verilen halka açık anonim ortaklıklara ilişkin bir tebliğ yayımlanmıştır. Düzenlemelere, okuyucularımızın mevzuat takibine yardımcı olmak amacıyla aşağıda kısaca yer verilmiştir.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN BELİRLENMESİNE VE UYGULANMASINA İLİŞKİN TEBLİĞDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR SERİ:IV, NO:57 SAYILI TEBLİĞ

Borsa şirketlerinin esas alacakları kurumsal yönetim ilkeleri, 30.12.2011 tarih ve 28158 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:IV, No:56 Sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ" ile düzenlenmektedir.

İlgili Tebliğin, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ilişkin hükümler getiren 5. maddesi ile, Tebliğin ekinde yer alan Sermaye Piyasası Kurulu kurumsal yönetim ilkelerinin, genel kurula katılma hakkını düzenleyen 1.3 ve yönetim kurulunun yapısını belirleyen 4.3 numaralı maddelerinde düzenleme yapan Seri:IV, No:57 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" 11.02.2012 tarih ve 28201 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Düzenleme değişikliği öncesinde, bağımsız üye olarak nitelendirilecek yönetim kurulu üyesinin, Gelir Vergisi Kanununa göre Türkiye'de yerleşmiş sayılması gerekmekteydi. Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ilişkin hükümler getiren 5. maddede yapılan değişiklikle, belirtilen bağımsızlık kriterini, bağımsız üyelerden en az yarısının sağlaması yeterli görülmüştür.

Tebliğin ekinde yer alan Sermaye Piyasası Kurulu kurumsal yönetim ilkelerinin, genel kurula katılma hakkını düzenleyen ilkelerinde yapılan değişiklik ise,

şirketlerin önemli nitelikteki işlemlerine ilişkindir. Değişiklik öncesinde, önemli nitelikteki işlemlerin genel kurul onayı olmaksızın icra edilemeyeceği, söz konusu işlemlerle ilgili yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının aranacağı, bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı olmaksızın önemli nitelikteki işlemlerin genel kurul onayına sunulamayacağı düzenlenmişti.

Değişiklik ile, "mevzuat uyarınca önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul kararı gerekmedikçe, söz konusu işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararının icra edilebilmesi için bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının bulunması gerekeceği" yönünde hüküm getirilmiştir. Ancak, önemli nitelikteki işlemlerde bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının bulunmaması ve bağımsız üyelerin çoğunluğunun muhalefetine rağmen anılan işlemlerin icra edilmek istenmesi halinde, işlem genel kurul onayına sunulacaktır. Bu durumda, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin muhalefet gerekçesi derhal kamuya açıklanacak, Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilecek ve yapılacak genel kurul toplantısında okunacaktır.

Ayrıca, Tebliğin ekinde yer alan Sermaye Piyasası Kurulu kurumsal yönetim ilkelerinin, yönetim kurulunun yapısını belirleyen ilkelerinde de değişikliğe gidilmiştir. Bu değişiklikler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısının belirlenmesinde esas alınan hususlardan biri olan "en az fiili dolaşımdaki pay oranını temsil edecek kadar olma" hususu kaldırılmıştır. Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamayacaktır. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında küsuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınacak olup, her durumda, bağımsız üye sayısı ikiden az olamayacaktır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresi azami üç yıl olup, tekrar aday gösterilerek seçilmeleri mümkün olacaktır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyesi olabilme kriterleri arasına "şirket faaliyetlerinin işleyişini takip edebilecek ve üstlendiği görevlerin gereklerini tam



olarak yerine getirebilecek ölçüde şirket işlerine zaman ayırabiliyor olmak” hususu eklenmiştir.

- Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, bağımsız üye aday listesinin, ilkelerde belirtilen bağımsızlık kriterleri çerçevesinde inceleneceği belirtilerek, incelemenin kapsamı açıklığa kavuşturulmuştur.
- Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunması yönünde ilke getirilmiştir. Söz konusu ilke, tavsiye niteliğindedir.

PAYLARI SERBEST İŞLEM PLATFORMUNDA İŞLEM GÖRECEK HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARA İLİŞKİN SERİ:IV, NO: 58 SAYILI TEBLİĞ

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından payları Serbest İşlem Platformunda işlem görmesine karar verilen halka açık anonim ortaklıkların sermaye piyasası mevzuatına ilişkin yükümlülüklerine ve muafiyetlerine ilişkin esasları düzenleyen Seri:IV, No: 58 sayılı “Payları Serbest İşlem Platformunda İşlem Görecek Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliğ” 11.02.2012 tarih ve 28201 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
TL Mevduat	305.201	380.517	417.299	9,7%
DTH	139.334	144.790	180.689	24,8%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	26.625	33.695	39.672	17,7%
DiBS	64.761	61.199	67.537	10,4%
Eurobond	5.237	5.302	6.437	21,4%
Yatırım Fonları	29.606	30.980	26.605	-14,1%
Repo	1.383	1.501	1.355	-9,7%
Emeklilik Yatırım Fonları	9.105	12.018	14.309	19,1%
Hisse Senedi	39.756	56.048	53.072	-5,3%
Toplam	621.008	726.050	806.975	11,1%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
Hisse Senedi	81.405	109.679	86.096	-21,5%
DiBS	30.308	49.172	67.530	37,3%
Eurobond	1.209	1.715	767	-55,3%
Mevduat	11.402	13.353	24.969	87,0%
Toplam	124.324	173.919	179.362	3,1%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
Milyon TL	2010	2011	02/03/2012	%Δ
Toplam Piyasa Değeri	472.553	381.265	448.335	17,6%
Saklamadaki Hisse Senetleri	165.727	139.970	162.547	16,1%
Fiili Dolanımdaki Payların Piyasa Değeri	119.310	96.810	114.550	18,3%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25,2%	25,3%	25,6%	A.D.

Menkul Kıymet Sayısı				
	2010	2011	02/03/2012	%Δ
Şirket*	263	263	265	0,8%
Diğer Şirket**	44	74	74	0,0%
Borsa Yatırım Fonu + Menkul Kıymet Yat. Ort.	43	38	38	0,0%
Varant	22	175	144	-17,7%

*Ulusal Pazar, GYO ve Girişim Sermayesi

**İkinci Ulusal Pazar, Gözaltı Pazarı ve GİP

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/01	%Δ
Hisse Senedi Piyasası	1.271	1.390	95	A.D.
Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)	-	1	0	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı	1.368	1.699	126	A.D.
Aracı Kurum	141	127	7	A.D.
Banka	1.227	1.572	119	A.D.
TCMB+Takasbank	0	0	0	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı	6.413	7.698	1.325	A.D.
Aracı Kurum	1.065	1.129	123	A.D.
Banka	5.125	6.513	1.199	A.D.
TCMB+Takasbank	223	57	3	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/01	%Δ
İşlem Hacmi	863	880	70	A.D.
Aracı Kurum	749	747	62	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi	1	3	0	A.D.
Banka	114	129	9	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	64	74	6	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)	181.738	266.101	374.250	40,6%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Birincil Halka Arzlar				
Milyon TL	2010	2011	02/03/2012	%Δ
Şirket Sayısı (GİP dahil)	16	24	0	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı	1.441	1.008	0	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (GYO ve Girişim Ser. dahil)	6	3	2	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı	1.669	322	105	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı	3	0	0	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı	16	0	0	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı	3.126	1.329	105	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
Milyon TL	2008	2009	2010	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı	178	221	247	11,8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	140	94	91	-3,2%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı	25.805	31.184	38.243	22,6%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı	-3.454	-1.666	-1.134	-31,9%
Toplam Kâr/Zarar	22.351	29.518	37.109	25,7%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon TL	2010	2011	02/03/2012	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	1.469	1.407	1.503	6,9%
B Tipi Yatırım Fonları	29.171	25.388	25.856	1,8%
Emeklilik Yatırım Fonları	12.008	14.308	15.594	9,0%
Borsa Yatırım Fonları	257	287	299	4,1%
Yatırım Ortaklıkları	563	510	561	10,1%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	10.779	10.830	12.839	18,5%
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	187	724	759	4,7%
Toplam	54.434	53.455	57.411	7,4%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4,9%	4,4%	4,6%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2010	2011	2012/02	%Δ
Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.043.135	1.097.786	1.090.781	-0,6%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.980.212	2.961.206	2.859.220	-3,4%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	4.903	118.629	182.545	53,9%
Varant Yatırımcı Sayısı	1.432	2.457	2.401	-2,3%
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Yatırımcı Sayısı	-	34	59	73,5%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2010	2011	2012/01	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi	71.332	46.005	54.539	18,6%
Saklamadaki Payı	66%	62%	63%	0,8%
Hisse Senedi İşlem Hacmi	133.155	132.113	10.290	A.D.
İşlem Hacmi Payı	16%	16%	20%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	2.105	-2.011	474	A.D.

TSPAKB Üyeleri				
	2010	2011	02/03/2012	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	103	101	101	0,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	1	1	1	0,0%
Banka Sayısı	41	40	40	0,0%
Toplam	145	142	142	0,0%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon TL	2009	2010	2011/09	%Δ
Dönen Varlıklar	5.287	6.708	8.803	31,2%
Duran Varlıklar	685	766	770	0,5%
Aktif Toplam	5.972	7.474	9.574	28,1%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.771	5.006	6.859	37,0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	48	43	49	13,2%
Özkaynaklar	2.153	2.425	2.666	9,9%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	5.972	7.474	9.574	28,1%
Net Komisyon Gelirleri	572	716	570	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı	187	262	285	A.D.
Net Kâr	317	367	367	A.D.
Personel Sayısı	4.715	4.948	5.092	2,9%
Şubeler	157	161	160	-0,6%
İrtibat Bürosu	39	46	58	26,1%
Acente Şubeleri	5.873	6.347	6.519	2,7%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası				
	2010	2011	02/03/2012	%Δ
İMKB-100	66.004	51.267	60.902	18,8%
İMKB-100 (En Yüksek)	71.543	70.702	61.178	-13,5%
İMKB-100 (En Düşük)	48.739	49.622	49.837	0,4%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	2.543	2.747	2.413	-12,2%

Yurtdışı Borsa Endeksleri				
	2010	2011	02/03/2012	%Δ
ABD Nasdaq 100	2.218	2.278	2.642	16,0%
ABD S&P 500	1.258	1.258	1.370	8,9%
Almanya DAX	6.914	5.898	6.921	17,3%
Brezilya Bovespa	69.305	56.754	67.782	19,4%
Çin Shanghai Bileşik	2.808	2.199	2.461	11,9%
Fransa CAC 40	3.867	3.160	3.501	10,8%
Güney Afrika FTSE/JSE	32.119	31.986	34.187	6,9%
Hindistan BSE Sens	20.509	15.455	17.690	14,5%
Hong Kong Hang Seng	23.035	18.434	21.562	17,0%
İngiltere FTSE 100	5.900	5.572	5.911	6,1%
Japonya Nikkei 225	10.229	8.455	9.777	15,6%
Meksika IPC	38.551	37.078	38.327	3,4%
Rusya RTS	1.770	1.382	1.727	24,9%

A.D.: Anlamli değil

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

Kaynak: Financial Times, Garanti Yatırım, İMKB, Kalkınma Bakanlığı, MKK, Rasyonet, SPK, TCMB, TSPAKB, TÜİK, VOB

ABN AMRO BANK N.V. MERKEZİ AMSTERDAM İSTANBUL ŞUBESİ- ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ADA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ADABANK A.Ş.- AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.-AKBANK T.A.Ş.- AKTİF YATIRIM BANKASI A.Ş.- ALAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALKHAİR CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALTAY YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ALTERNATİF YATIRIM A.Ş.- ALTERNATİFBANK A.Ş.- ANADOLU YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- ANADOLUBANK A.Ş.- ARAP TÜRK BANKASI A.Ş.- ARTI MENKUL KIYMETLER A.Ş.- ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- ATAONLINE MENKUL KIYMETLER A.Ş.- AYBORSA MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.- BAHAR MENKUL DEĞERLER TİCARET A.Ş.- BANKPOZİTİF KREDİ VE KALKINMA BANKASI A.Ş.- BAŞKENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.- BGC PARTNERS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- BİRLEŞİK FON BANKASI A.Ş.- BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CAMİŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CENSA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CEROS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CITIBANK A.Ş.- CİTİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CREDIT AGRICOLE CHEUVREUX MENKUL DEĞERLER A.Ş.- CREDIT AGRICOLE YATIRIM BANKASI TÜRK A.Ş.- CREDİT SUISE İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DEĞER MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DEHA MENKUL KIYMETLER A.Ş.- DELTA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- DENİZBANK A.Ş.- DESTEK MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DEUTSCHE BANK A.Ş.- DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.- DİLER YATIRIM BANKASI A.Ş.- DÜNYA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EFG İSTANBUL EQUITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EGEMEN MENKUL KIYMETLER A.Ş.- EKİNCİLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EKSPRES YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ENDEKSTÜREV MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ENTEZ MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.- ERSTE SECURITIES İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ETİ YATIRIM A.Ş.- EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- EUROBANK TEKFEN A.Ş.- EVGİN MENKUL DEĞERLER TİCARET A.Ş.- FİBABANKA A.Ş.- FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- FED MENKUL DEĞERLER A.Ş.- FİNANSBANK A.Ş.- GALATA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GFC GENERAL FİNANS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- GSD YATIRIM BANKASI A.Ş.- GÜNEY MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.- GÜVEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- HAK MENKUL KIYMETLER A.Ş.- HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- HSBC BANK A.Ş.- HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ING BANK A.Ş.- ING MENKUL DEĞERLER A.Ş.- İNFO YATIRIM A.Ş.- İNTEGRAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- J.P. MORGAN CHASE BANK N.A. MERKEZİ COLUMBUS OHIO İSTANBUL TÜRKİYE ŞUBESİ- J.P. MORGAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- K MENKUL KIYMETLER A.Ş.- KAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- KARE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MED MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MERRILL LYNCH MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MERRILL LYNCH YATIRIM BANKASI A.Ş.- METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MİRA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- MORGAN STANLEY MENKUL DEĞERLER A.Ş.- NOOR CAPITAL MARKET MENKUL DEĞERLER A.Ş.- NUROL YATIRIM BANKASI A.Ş.- OPTİMAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.-ORİON INVESTMENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.- OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ÖNER MENKUL KIYMETLER A.Ş.- PAY MENKUL DEĞERLER A.Ş.- PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.- POLEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- PRİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- RAYMOND JAMES YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.- SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.- SARDİS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- SAYILGAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- SOCIETE GENERALE (SA)- SOYMEN MENKUL KIYMETLER A.Ş.- STANDARD ÜNLÜ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ŞEKERBANK T.A.Ş.- T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.- TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TAİB YATIRIM BANKASI A.Ş.- TAİB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TAKSİM YATIRIM A.Ş.- TER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TEKSTİL BANKASI A.Ş.- TEKSTİL MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TERA MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TİCARET MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TOROS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE KALKINMA BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE KALKINMA BANKASI A.Ş.- TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.- UBS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- ULUKARTAL VADELİ İŞLEMLER ARACILIK A.Ş.- ULUS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- UNİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.- VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- WESTLB AG MERKEZİ DÜSSELDORF İSTANBUL MERKEZ ŞUBESİ- X TRADE BROKERS MENKUL DEĞERLER A.Ş.- YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.- YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.- YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.- YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza A Blok Kat:4

1. Levent 34394 İstanbul

Telefon: 212-280 85 67

Faks: 212-280 85 89

www.tspakb.org.tr

info@tspakb.org.tr



9 77 13048 15543 9