

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ



ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI RAPORU

Mevcut Durum ve Öneriler

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI ÇALIŞMA GRUBU

Haziran 2005

TSPAKB

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI RAPORU

Mevcut Durum ve Öneriler

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI ÇALIŞMA GRUBU

Haziran 2005

Bu rapor Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAKB") bünyesinde kurulan Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu tarafından hazırlanmıştır. 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 ve Çalışma Grubu üyeleri hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kitapta yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI ÇALIŞMA GRUBU

1	İMKB	Demet Bozkurt
2	KOTEDER	Mustafa Filiz
3	KOTEDER	Erdem Kütükođlu
4	MKK	Yakup Ergincan
5	TAKASBANK	Tanju Günel
6	TAKASBANK	Şebnem Kocatürk
7	TBB	Emre Alpan İnan
8	TKYD	Ertunç Tümen
9	TSKB	Ömer Eryılmaz
10	TSPAKB	İlkay Arıkan
11	TSPAKB	Alparslan Budak
12	TSPAKB	Süleyman Morbel

Yayın Adı	:	Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu
Editör	:	Alparslan Budak
Hazırlayanlar	:	Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu
Basıldığı Matbaa	:	Printcenter Tel.: (212) 282 41 90 Faks: (212) 280 96 04
Basım Yeri	:	İstanbul
Basım Tarihi	:	Haziran 2005
Yayın No.	:	25

Sunuş



Sermaye piyasası, bir ekonominin sağlıklı büyümesi ve gelişmesinde vazgeçilmez bir role sahiptir. Ekonomik büyüme ve istikrar, sermaye piyasalarının gelişmesini sağlarken, sermaye piyasalarının gelişmesi de ekonomik büyümeye katkıda bulunur. Bu çift yönlü ilişki, birbirini besleyen bir döngü halinde işler.

Şirketler sermaye piyasasından sağladıkları fonlarla orta ve uzun vadeli yatırımlarını finanse eder, böylece ekonomik büyümeye, verimliliğe, istihdama ve istikrara katkıda bulunurlar.

Şirketler iki ana yöntemle sermaye piyasalarından fon temin ederler; özsermaye finansmanı veya borç finansmanı. Özsermaye finansmanı, temelde şirketin ortaklık yapısının değişmesi veya genişlemesi ile sağlanır. Borç finansmanı ise şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlere bağlı olarak verdikleri taahhütler karşılığında fon temin etmesidir.

Sermaye piyasamız, başlangıç yıllarında her iki yöntemle de reel sektöre önemli ölçüde kaynak aktarılmasına aracılık etmiştir. Fakat bir süre sonra, çeşitli sebeplerle, özel sektörün borçlanmasına yönelik araçlar ortadan kalkmıştır. Bunun en önemli sebebi ise kamunun yüksek borçlanma gereği olmuştur.

Özel sektör borçlanma piyasasının yok olması ile sermaye piyasamız, sadece özsermaye finansmanına yönelik çalışan bir piyasa haline gelmiştir. Deyim yerindeyse, sermaye piyasamızın bir bacağı eksik kalmıştır.

Bugün ise, ekonomik gelişim ile sermaye piyasasının gelişimi döngüsünde yeni bir aşamaya gelmiş bulunuyoruz. 2001 yılı krizinin ardından uygulamaya konan ekonomik program sonuçlarını vermeye başlamış, düşen enflasyon ve reel faiz oranları ile kamunun borç yükü görece olarak azalırken, istikrarlı bir ekonomik büyümeye ulaşılmıştır. Bu ortam, yeni sermaye piyasası araçlarının geliştirilmesine olanak sağlamaktadır.

Özellikle özel sektör borçlanma piyasasının yeniden canlandırılması, mevcut ekonomik koşullarda mümkün görülmektedir. Böylece, sermaye piyasamızın eksik kalan ayağı tamamlanmış olacaktır. Öte yandan, şirketlerimiz yeni, uzun vadeli ve muhtemelen daha ucuz bir finansman kaynağına ulaşmış olacaklardır. Bu kaynak ise yeni yatırımlara dönüşerek ekonomik büyümeye katkıda bulunacaktır.

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

Çalışma Grubu, özel sektör borçlanma araçları piyasasının canlandırılması için yapılması gerekenleri bu raporla ortaya koymaktadır. Raporda görüleceği üzere, bu piyasanın yeniden işlemeye başlaması için sermaye piyasamızda faaliyet gösteren hemen her kurumun yapması gereken çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların koordineli bir şekilde ele alınması ve hayata geçirilmesi, piyasalarımızın, ve dolayısıyla ekonomimizin sağlıklı işleyişini ve büyümesini sağlayacaktır.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBILEK
BAŞKAN

İçindekiler

Giriş	1
İhraç Maliyetleri	2
a. Menkul Kıymet Gelirleri Stopajı	3
b. Damga Vergisi	4
c. Finansal Faaliyet Harcı	6
d. SPK Kayda Alma Ücreti	6
e. İMKB Ücretleri	7
f. Basım ve Saklama Ücretleri	8
g. Diğer Maliyetler	9
h. Özel Sektör Borçlanma Araçları İhraç ve Kotasyon Maliyetlerinin Uluslararası Karşılaştırması	10
i. Özel Sektör Borçlanma Araçları İhraç Maliyetlerinin Mevcut Durumu ve Örnek Bir İhraç Çalışması	12
Derecelendirme	18
a. Yerli Derecelendirme Şirketlerinin Kurulması	19
b. Derecelendirmeye Bağlı Yatırım Limitleri	19
c. Teminatlandırma	21
Organize Piyasalar	22
a. Piyasa Yapıcılığı	23
b. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri	23
c. Yatırımcı Koruma Fonu	24
d. Organize Piyasa Teşvikleri	24
e. ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı	24
Diğer Öneriler	25
a. İhraç Limitleri	25
b. Vade ve Dönem Sınırlamaları	26
c. Formülasyon Sınırlamaları	26
d. Ürün Çeşitlendirmesi	26
e. İcra-İflas Mevzuatı	27
f. Disponibilite	27
g. İhraç Sürecinin Basitleştirilmesi	28
Sonuç ve Öneriler	28

GİRİŞ

Sermaye piyasamızda eksikliği duyulan en önemli unsurun özel sektör borçlanma araçları olduğu çeşitli araştırmalar ve platformlarda dile getirilmiştir. Bu eksikliğin önde gelen sebepleri, devletin yüksek borçlanma gereği ve vergi sistemi olarak ortaya çıkmaktadır. Devletin yüksek borçlanma ihtiyacı sonucu, özel sektör borçlanma araçları sermaye piyasalarından dışlanmıştır. Reel faiz oranlarının yüksekliği, özel sektörün sermaye piyasalarından borçlanmasında maliyet açısından önemli bir engel teşkil etmiştir. Aynı sebeple bağlantılı olarak, vergi sisteminde de özel sektör borçlanma araçları aleyhine değişiklikler yapılmıştır. Dolayısıyla bu araçlar, hem ihraççı hem de yatırımcı açısından tercih edilmeyen bir ürün olarak kalmıştır.

2001 yılında yaşanan krizin ardından uygulanmaya başlanan ekonomik programın enflasyon ve reel faiz oranları üzerinde olumlu sonuçları 2003 yılından itibaren daha yoğun olarak gözlenmeye başlamıştır. Devletin azalan borçlanma ihtiyacı ve ekonomik istikrar ile beraber düşen reel faiz oranları, özel sektör borçlanma araçlarının ihracı önündeki önemli bir engelin ortadan kalmak üzere olduğuna işaret etmektedir. Öte yandan, 2006 yılı başından itibaren uygulamaya girecek olan yeni vergi sisteminde, kamu borçlanma senetleri ile özel sektör borçlanma senetleri arasındaki vergi eşitsizliği de ortadan kalkacaktır.

2006 yılından itibaren hem ekonomik ortamın, hem de vergi rejiminin özel sektör borçlanma senetlerinin ihracına olanak tanıyacağı düşünülmektedir. Bununla beraber, bu iki önemli sorunun dışında, özel sektör borçlanma senetleri piyasasının sağlıklı bir şekilde işlerliğe kavuşması için yapılması gereken çalışmalar ve düzenlemeler de mevcuttur.

Bu rapor, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği bünyesinde kurulan Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu tarafından oluşturulmuştur. Rapor, 1994 yılından itibaren işlevsiz hale gelen özel sektör borçlanma senetleri piyasasının yeniden hayata geçirilebilmesi için yapılması gereken değişiklikler konusunda öneriler sunmaktadır. Önerilen değişikliklerin düzenleyici kurumlarla işbirliği içinde bir an önce hayata geçirilmesi, ülkemizde uzun yıllardır eksikliği hissedilen bu piyasanın 2006 yılı başından itibaren işlerlik kazanması açısından önem taşımaktadır.

I. İHRAÇ MALİYETLERİ

Özel sektör borçlanma senetleri, yatırımcı açısından kamu borçlanma senetleri ile, ihraççı açısından ise banka kredisi ile kıyaslanmaktadır.

Yatırımcı, tasarruflarını faize dayalı araçlarda değerlendirmek istediğinde ortaya çıkan alternatifler, mevduat, kamu borçlanma senetleri ve özel sektör borçlanma araçları olmaktadır. Yatırımcı, tasarruflarını bu ürünler arasında vade, getiri ve risk tercihinine göre yönlendirecektir. Yatırımcının kıyaslamalarda baz alacağı temel yatırım aracı ise kamu borçlanma senetleri olacaktır. Bu sebeple, ihraç maliyetlerinin kamu ve özel sektör menkul kıymetleri arasında farklı rejimlere tabi tutulmaması, bu ürünlerin birbirleri ile rekabeti, ve yatırımcıya sunacakları alternatiflerin çeşitlendirilmesi açısından gereklidir.

Öte yandan, şirketlerin fon sağlamak için kullanabilecekleri temel araçlar banka kredileri ve özel sektör borçlanma senetleridir. Şirket, sağlanacak olan fonun maliyetini ve vade yapısını dikkate alarak tercihini yapacaktır.

Çok genel bir ifade ile, özel sektör borçlanma senetlerinin yatırımcıya sunacağı getiri, yatırımcı talebini çekebilmek için mevduat ve kamu borçlanma senetlerinin üzerinde, arz tarafında ise ihraççıyı özendirebilmek için kredi maliyetlerinin altında olmalıdır. Bu aralığın dışında kalan oranların ortaya çıkması, özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesini engelleyecektir. Bu sebeple, bu bölümde ihraç maliyetleri ele alınmakta, hem ihraççı, hem de yatırımcı açısından getiri-maliyet dengesi ile ilgili örnekler sunulmaktadır.

Çalışma Grubu genel ilke olarak, özel sektör ve kamu menkul kıymetlerinin ihraç maliyetlerinin eşitlenmesini talep açısından gerekli görmekte, arz tarafında ise maliyetlerin alternatif finansman maliyetleri ile rekabet edebilir seviyelere çekilmesini önermektedir.

a. Menkul Kıymet Gelirleri Stopajı

2006 yılı başından itibaren uygulamaya konulacak olan %15 oranındaki stopaj oranı ihraç maliyetlerini önemli ölçüde arttırmaktadır. Yatırımcı, dolayısıyla talep açısından kamu menkul kıymetleri ile özel sektör menkul kıymetleri arasında bir vergilendirme farkı olmamasına rağmen, bu durum ihraççı açısından farklıdır. İhraççı borçlanma senedi ihracının maliyetini banka kredisi veya alternatif finansman kaynakları ile karşılaştıracak ve düşük maliyetli olanı tercih edecektir.

Örneğin, 2006 yılı sonrasında kamu menkul kıymetlerinin yatırımcıya %20 net getiri sağladığını varsayalım. Bu durumda Hazine bonosunun brüt faizi, %15 stopajı içerecek şekilde ve yatırımcıya %20 net getiri sağlamak için, %23,53 olacaktır.

Özel sektör şirketlerinin kamu menkul kıymetleri faizleri üzerine ekleyecekleri risk primi %1 puan olarak varsayılırsa, yatırımcı özel sektör menkul kıymetinden %21 net getiri elde etme beklentisi içinde olacaktır. Bu getiriyi sağlayacak olan

brüt faiz oranı ise %24,71 olup, şirketin sadece faiz giderinden kaynaklanan maliyeti olarak ortaya çıkmaktadır.

Özet olarak yatırımcı, şirketin %24,71 faiz oranından daha düşük bir faiz oranı teklif etmesi halinde bu ihraca talep göstermeyecektir. Öte yandan şirket, bu orandan daha düşük bir maliyetle, örneğin %24 faiz oranı ile, banka kredisi temin edebiliyorsa borçlanma senedi ihracını tercih etmeyecektir.

Dolayısıyla menkul kıymetler arasında vergi eşitliği sağlanması, özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının canlanması için tek başına yeterli olmayacak, piyasada ihraçlar görülmeyebilecektir.

Menkul kıymet gelirleri üzerinden alınan stopaj oranının genel olarak %10'a düşürülmesi ise bu piyasayı banka kredisine kıyasla biraz daha rekabetçi bir hale getirecektir. Stopajın %10 olması halinde yukarıdaki net faiz oranları hazine bonusu için %22,22, ihraççı şirket için %23,53 olacaktır. Banka kredisinin maliyeti, yukarıdaki örnekte olduğu gibi %24 ise, bu durumda şirket borçlanma senedi ihracını değerlendirecektir.

Özetlemek gerekirse, kamu menkul kıymetleri ile özel sektör menkul kıymetlerinin vergisel açıdan aynı rejime tabi tutulması sadece talep yönlü bir eşitlik sağlamaktadır. Öte yandan, ihraççının alternatifi banka kredisi olduğundan, yeni vergi sistemi arz yönünde finansman tercihlerini bozucu bir etki yapmaktadır.

Çalışma Grubunun önerisi menkul kıymet gelirlerinden alınan stopaj oranının genel olarak %10'a indirilmesidir.

b. Damga Vergisi

Özel sektör borçlanma araçlarında, ihraç tutarı üzerinden %0,6 oranında Damga Vergisi kesintisi yapılmaktadır. Kamu

borçlanma araçları ise Damga Vergisinden müstesnadır. Kamu borçlanma araçlarına benzer şekilde, özel sektör borçlanma araçlarının da Damga Vergisinden istisna edilmesi gerekmektedir. Damga Vergisinin kaldırılması, öncelikle benzer nitelikteki menkul kıymet getirileri arasındaki vergi eşitsizliğini giderecektir. Damga Vergisinin kaldırılması, vergi kaybına da yol açmayacaktır, çünkü bu araçlar 1994 yılından itibaren ihraç edilememektedir.

Öte yandan bu vergi, özellikle faiz oranlarındaki düşüş göz önüne alındığında, önemli bir maliyet unsuru haline gelebilmektedir. Örneğin faiz oranları %20 iken, Damga Vergisi göz önüne alındığında brüt maliyet %20,6'a çıkmaktadır. Diğer bir deyişle Damga Vergisi, ödenen faizin %3'ü kadar bir ek maliyet yaratmaktadır. Faiz oranları %10'a gerilediğinde ise ihraççının Damga Vergisi dahil maliyeti %10,6 olmakta, veya ödenen faizin %6'sı kadar bir ek maliyet yaratılmaktadır. Doğal olarak bu durum, maliyetler açısından ihraççıları alternatif finansman kaynaklarına yönlendirmektedir.

Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse; normal şartlar altında faiz oranlarının düştüğü bir ortamda ihraççıların özel sektör borçlanma araçlarına yönelmesi beklenir. Fakat, Damga Vergisi gibi ihraç tutarı üzerinden alınan sabit giderler, faiz oranlarının düştüğü ortamda borçlanma senetlerinin ihracını alternatiflere göre çok daha maliyetli hale getirmektedir. Dolayısıyla faiz oranları düştükçe, borçlanma aracı ihracı yerine banka kredilerine yönelim görülebilir. Bu durum, birazdan değinilecek olan diğer maliyet unsurları için de geçerlidir.

Sonuç olarak Çalışma Grubu, kamu borçlanma senetlerinin Damga Vergisinden muaf olduğu dikkate alınarak, özel sektör borçlanma senetleri üzerinden alınan Damga Vergisinin de kaldırılmasını önermektedir.

c. Finansal Faaliyet Harcı

Finansal Faaliyet Harcı, SPK Kayda Alma Ücreti ve İMKB Kotasyon Ücretlerinin %50'si tutarındadır. İlerideki örneklerde görüleceği üzere, Finansal Faaliyet Harcı özel sektör borçlanma senetlerinin üzerinde önemli bir yük oluşturmaktadır. *Çalışma Grubu, Finansal Faaliyet Harcının kaldırılmasını önermektedir.*

d. SPK Kayda Alma Ücreti

Sermaye Piyasası Kurulu, özel sektör borçlanma araçlarında ihraç tutarı üzerinden, Finansal Faaliyet Harcı dahil olmak üzere, %0,3 oranında Kayda Alma Ücreti almaktadır. Damga Vergisi ile ilgili bölümde değinildiği üzere bu harç, faiz oranlarının düştüğü ortamda ihraç maliyetleri üzerindeki ağırlığını daha da hissettirmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun özel sektör borçlanma araçları ile ilgili harçlarını gözden geçirmesi piyasa üzerinde teşvik edici bir etki yapacaktır. Önerilen yapı, oranın düşürülmesi ile beraber, alınacak kayıt ücreti için bir tavan tutar belirlenmesidir.

Örneğin, ihraç tutarı üzerinden alınacak kayda alma ücret oranı, Finansal Faaliyet Harcı hariç %0,1, toplam tutarı ise en fazla 10.000 YTL olarak belirlenebilir. Üst limit belirlenmesi yüksek tutarlı ihraçları teşvik edecektir. Örneğin 100 milyon YTL tutarında bir ihraçta SPK kayıt ücreti mevcut durumda 300.000 YTL olmaktadır. Kayda alma ücretinin %0,1 olarak uygulanması durumunda SPK kayıt ücreti 100.000 YTL olacaktır. Üst limit belirlenmesi durumunda ise aynı maliyet 10.000 YTL olarak gerçekleşecektir. Bu durumda ihraç tutarı arttıkça, SPK kayıt ücreti ve benzeri maliyetlerin toplam ihraç maliyeti üzerindeki etkisi azalacaktır.

Özel sektör borçlanma araçlarının ihracı ve kayda alınmasını hisse senedi ihraçlarından farklı bir şekilde düşünmek gerekmektedir. Şirketler, bir kez borçlanma senedi ihraç ettikten sonra düzenli olarak borçlanma aracı çıkarma

eğiliminde olmaktadır. Yatırımcılar da bir kez yatırım yaptıkları şirketin borçlanma araçlarına, vade bitiminde veya daha öncesinde, yeniden yatırım yapma eğiliminde olmaktadır. Dolayısıyla, bir kez borçlanma senedi ihraç eden bir şirket, sonrasında da düzenli olarak borçlanma senedi ihraç etmekte, ve yeni ihraçlar için düzenli olarak kayda alma ücreti ödemektedir.

Öte yandan, özel sektör borçlanma araçlarının ihraç maliyetlerinin uluslararası maliyetler de göz önüne alınarak belirlenmesi ülkemizin yurtdışı piyasalarla olan rekabeti açısından da önemli olmaktadır. Mevcut durumda, uluslararası ihraç yapabilecek büyüklükte olan şirketler, yurtiçinde ihraç maliyetlerinin yüksekliğinden dolayı yurtdışında tahvil veya Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ihraç etmektedirler. Dolayısıyla, yurtiçinde oluşabilecek önemli bir pazar yurtdışına kaymaktadır. Bu durum, alınacak kararlarda uluslararası rekabeti de dikkate almak gerektiğini göstermektedir.

Bir diğer nokta ise, kamu borçlanma senetlerinden SPK Kayda Alma Ücretinin alınmamasıdır. Bu durum, ilerideki örneklerde daha açık olarak görüleceği üzere, özel sektör borçlanma araçlarının ihraç maliyetlerini kamu araçları ve banka kredisi ile rekabet edemeyecek konuma getirmektedir.

Çalışma Grubu, SPK Kayda Alma Ücretlerinin gözden geçirilmesini, oranın düşürülmesi ile beraber toplam harç tutarına bir üst limit getirilmesini önermektedir.

e. İMKB Ücretleri

Özel sektör borçlanma araçlarının İMKB'ye kote ettirilmesi için mevzuatta bir zorunluluk bulunmamaktadır. Fakat, derin bir ikincil piyasanın varlığı ihraçları teşvik edecek, risk primini düşürerek ihraç maliyetlerini azaltabilecektir. Bununla beraber, yatırımcı ilgisinin de ağırlıklı olarak İMKB'de kote olan ve ikincil

piyasası olan ürünlere yoğunlaşacağı düşünülmektedir. Özellikle yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri vb. kurumsal yatırımcılar, hem düşük riskleri, hem de fiyatlama kolaylığı açısından, likit bir ikincil piyasası olan ürünlere ilgi göstereceklerdir. Dolayısıyla özel sektör borçlanma araçlarının İMKB'ye kote ettirilmesi ve likit bir ikincil piyasa oluşturulması büyük önem kazanmaktadır.

Halihazırda, İMKB özel sektör borçlanma araçları ihracında, ihraç tutarı üzerinden %0,1 oranında Kotasyon Ücreti almaktadır. Kotasyon Ücretinin %50'si kadar da Finansal Faaliyet Harcı kesintisi yapılmaktadır. Sonuç olarak İMKB Kotasyon ücretleri, ihraç tutarının %0,15'i olarak belirlenmektedir. Kotasyon ücretinin dışında, 2.400 YTL tutarında sabit ilan masrafı alınmaktadır.

Ancak İMKB, 14 Haziran 2005 tarihli Yönetim Kurulu toplantısında, özel sektör borçlanma araçlarından alınacak Kotasyon Ücretini sabit 10.000 YTL olarak belirlediğini ve SPK onayına sunacağını bildirmiştir.

f. Basım ve Saklama Ücretleri

Mevcut durumda özel sektör borçlanma araçlarının basımı zorunludur. Özel sektör borçlanma araçları ile ilgili şekil şartları ve özel basım koşulları (kağıt niteliği, deseni vb.) baskı maliyetlerini de ihraç maliyetleri üzerinde önemli bir unsur haline getirebilmektedir. Bununla beraber, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun 2006 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren tam olarak faaliyete geçmesi öngörülmektedir.

Mevcut durumda, özel sektör borçlanma araçlarının hak sahibi bazında kaydileştirilmesi mümkündür. Ayrıca Takasbank nezdinde; özel sektör tahvillerinin organize veya tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerinin takası için gerekli olan takas sistemi de hazır durumdadır. Fakat, kaydi sistemde ikincil

piyasa (organize ya da tezgahüstü) işlemlerinin takasının gerçekleştirilebilmesi için MKK ve Takasbank'ın sistem entegrasyonunun sağlanması gerekmektedir. Bunun da belirli bir zaman alacağı öngörülmektedir.

Mevcut durumda saklamaya konu olan özel sektör tahvillerinden nominal değer üzerinden yıllık onbinde beş (%0,05) oranında saklama ücreti alınmaktadır. Bahse konu saklama komisyon oranının devlet iç borçlanma senetleri ile aynı orana düşürülmesi (yıllık onbinde 1,5=%0.015) konusunda çalışma yapılması düşünülmektedir.

Çalışma Grubu, özel sektör borçlanma senetlerinin kaydi sistemde takip edilmesini, basım zorunluluğuyla beraber şekil şartları ile ilgili tebliğin kaldırılmasını önermektedir. Özel sektör tahvillerinin ihracı aşamasında teknik nedenlerle kaydi sisteme geçişin mümkün olmaması halinde tüm ihracın tek bir kupür halinde basımına (jumbo sertifika) olanak sağlanması önerilmektedir. Ayrıca özel sektör tahvillerine uygulanan mevcut saklama ücretlerinin devlet iç borçlanma senetleri ile eşit hale getirilmesi önerilmektedir.

g. Diğer Maliyetler

Ticaret Sicil Kaydı

Özel sektör borçlanma araçlarının SPK kaydına alındıktan sonra Ticaret Sicili'ne kayıt ettirilmesi gerekmektedir. Ticaret Sicili'ne kayıt ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan giderleri, ihrac maliyetlerine eklenmektedir.

Banka Garantisi

Özel sektör borçlanma araçları için en önemli maliyet unsurlarından birisi banka garantisi ve/veya derecelendirme giderleri olacaktır. Banka garantisinin mevcut koşullarda ihrac tutarının %2'si civarında olduğu tahmin edilmektedir. Banka garantisi, mevzuat açısından, VDMK dışındaki araçlarda zorunlu

olmasa da, yatırımcı güveninin tesisi ve ihraç kolaylığı gibi nedenlerle piyasa tarafından aranan bir koşul olacaktır. Ayrıca, banka garantisi olan bir borçlanma aracının yatırımcısına önereceği getiri ile banka garantisi olmayan bir borçlanma aracının sunacağı getiri farklı olacaktır. Dolayısıyla bu garanti de, doğrudan veya dolaylı olarak, önemli bir maliyet unsuru olmaktadır.

Derecelendirme

Banka garantisinin dışında, ihraççılar derecelendirme yöntemine de başvurabilirler. Derecelendirme konusuna ilerleyen bölümlerde biraz daha detaylı değinilecektir. Bununla beraber, bu aşamada maliyet açısından derecelendirmenin de önemli bir maliyet unsuru olabileceğini dikkate almak gerekmektedir. Derecelendirme, banka garantisi ile beraber veya banka garantisi yerine de kullanılabilir.

Aracılık ve Yüklenim Giderleri

Özel sektör borçlanma araçlarının halka arz edilmesi halinde ihracın aracı kuruluşlar aracılığı ile yapılması zorunludur. Halka arzda aracı kuruluş, ihraç tutarı üzerinden aracılık komisyonu tahsil edecektir. Yüklenim halinde ayrıca yüklenim komisyonu alınmaktadır. Aracılık ve yüklenim komisyonlarının ihraç tutarının %1-2'si civarında olduğu tahmin edilmektedir.

İlan Giderleri

Özel sektör borçlanma araçlarının halka arz edilmesi halinde yapılması zorunlu olan sirküler ilanları, duyuru ve yayınlar da ihraç maliyetleri arasındadır.

h. Özel Sektör Borçlanma Araçları İhraç ve Kotasyon Maliyetlerinin Uluslararası Karşılaştırması

Tablo 1'de çeşitli ülkelerde özel sektör borçlanma araçlarının borsa kotasyon maliyetleri sunulmaktadır. Örnek olarak 500 milyon € ve 50 milyon € tutarındaki iki ihraç baz alınmıştır.

Tablodaki tüm rakamlar Avro cinsindedir.

Tablo 1. ÖSBA Kotasyon ve İhraç Maliyetlerinin Uluslararası Karşılaştırması		
İhraç Boyutu	500.000.000 €	50.000.000 €
VİYANA BORSASI		
Kotasyon Ücreti (maksimum)	5,800	5,800
Yıllık Ücret (maksimum)	5,800	2,900
Genel Toplam	11,600	8,700
LONDRA BORSASI		
İlk 100 milyon £ için (sabit)	6,044	6,044
Kalan her 1 milyon £ için 25,6 £	9,019	
<i>Toplam</i>	<i>15,063</i>	<i>6,044</i>
KDV %17,5	2,636	1,058
Genel Toplam	17,699	7,102
MOSKOVA BORSASI		
İlk 1 milyar Ruble için sabit	5,778	5,778
Kalan için	23,611	1,111
<i>Toplam</i>	<i>29,389</i>	<i>6,889</i>
Maksimum	8,333	
Genel Toplam	8,333	6,889
TÜRKİYE		
İMKB Mevcut Ücretler		
Kotasyon (%0,1)	500,000	50,000
Finansal Faaliyet Harcı	250,000	25,000
İlan Masrafı (sabit)	1,450	1,450
Toplam	751,450	76,450
İMKB Önerilen Ücretler		
Kotasyon (sabit)	6,050	6,050
Finansal Faaliyet Harcı	3,025	3,025
Toplam	9,075	9,075
Diğer Ücretler		
Damga Vergisi (%0,6)	3,000,000	300,000
SPK Kayda Alma Ücreti (%0,2)	1,000,000	100,000
Finansal Faaliyet Harcı	500,000	50,000
Toplam	4,500,000	450,000

Tabloda çok açık bir şekilde görüldüğü üzere 500 milyon € tutarındaki bir ihracı borsaya kote ettirmenin maliyeti Türkiye dışındaki üç ülkede 10.000 € civarında iken, bu rakam Türkiye’de 751.450 € idi. İMKB’nin SPK onayına sunduğu yeni ücret tarifesinde ise bu rakam (15.000 YTL \approx) 9.075 €’ya gerileyerek uluslararası seviyelerle uyumlu hale gelmektedir. Tablonun alt kısmındaki Diğer Ücretler bölümünde ise ciddi bir revizyon yapılması gerektiği görülmektedir.

i. Özel Sektör Borçlanma Araçları İhraç Maliyetlerinin Mevcut Durumu ve Örnek Bir İhraç Çalışması

Tablo 2 ve 3’te özel sektör borçlanma aracı ihraçları üzerindeki mevcut maliyetler, örnek olarak alınan sayısal öneriler ile karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Tablo 2’de risksiz faiz oranı %20, Tablo 3’te %10 olarak kabul edilmiştir. Tabloların üst bölümü varsayımlarla beraber maliyet unsurlarını ve seviyelerini tanımlamaktadır. Tabloların alt bölümü ise 100 milyon YTL’lik örnek bir ihracın toplam maliyetlerini göstermektedir.

Tablo 2’de, referans olarak alınan yıllık brüt Hazine Bonosu faiz oranı (vergi öncesi) %23,53 olarak kabul edilmektedir. Bu durumda %15 stopaj sonrası yatırımcının eline geçen net Hazine Bonosu getirisi %20 olmaktadır.

ÖSBA ihraç edecek olan şirketin %2’lik bir risk primine sahip olduğu varsayılmaktadır (Tablo 3’te ise, Hazine bonusu faiz oranının %10’a indiği ortamda, bu şirketin risk primi %1 olarak alınmıştır). Dolayısıyla yatırımcılar, bu şirketten net olarak %22 getiri elde etmeyi beklemektedir. Yatırımcıya %22 net getiriyi sağlayabilmek için şirket, %15 stopajı içerecek şekilde, bononun ihraç faizini %25,88 olarak belirlemek durumunda kalacaktır.

Tablo 2. ÖSBA İhraç Maliyetleri-Mevcut Durum, Öneriler ve Örnek Bir İhraç

Referans Faiz Oranı=%20	Mevcut Durum	Örnek-Öneriler
Brüt Hazine Bonosu Faiz Oranı	23.53%	23.53%
Net Hazine Bonosu Faiz Oranı	20.00%	20.00%
Şirketin Risk Primi	2.00%	2.00%
Yatırımcının Beklediği Getiri	22.00%	22.00%
Stopaj	15.00%	10.00%
Şirketin Önerdiği Brüt Faiz Oranı	25.88%	24.44%
Damga Vergisi	0.60%	0.00%
SPK Kayda Alma Ücreti	0.20%	0.10%
Finansal Faaliyet Harcı (SPK ücreti üzerinden %50)	0.10%	0.00%
İMKB Ücretleri	0.10%	--
Finansal Faaliyet Harcı (İMKB ücreti üzerinden %50)	0.05%	0.00%
Saklama Ücretleri	0.05%	0.015%
İhraç Boyutu	100,000,000	100,000,000
Şirketin Ödediği Brüt Faiz	25,882,353	24,444,444
Stopaj	3,882,353	2,444,444
Yatırımcıya Ödenen Net Faiz	22,000,000	22,000,000
Damga Vergisi	600,000	0
SPK Kayda Alma Ücreti	200,000	10,000
Finansal Faaliyet Harcı (SPK ücreti üzerinden %50)	100,000	0
İMKB Ücretleri	100,000	10,000
Finansal Faaliyet Harcı (İMKB ücreti üzerinden %50)	50,000	0
İlan Masrafı	2,400	0
Basım Giderleri	5,000	0
Saklama Ücretleri	50,000	15,000
Toplam	26,989,753	24,479,444
Borçlanma Maliyeti	26.99%	24.48%
Maliyet Tasarrufu		2,510,308

Tablo 3. ÖSBA İhraç Maliyetleri-Mevcut Durum, Öneriler ve Örnek Bir İhraç

Referans Faiz Oranı=%10	Mevcut Durum	Örnek-Öneriler
Brüt Hazine Bonosu Faiz Oranı	11.76%	11.76%
Net Hazine Bonosu Faiz Oranı	10.00%	10.00%
Şirketin Risk Primi	1.00%	1.00%
Yatırımcının Beklediği Getiri	11.00%	11.00%
Stopaj	15.00%	10.00%
Şirketin Önerdiği Brüt Faiz Oranı	12.94%	12.22%
Damga Vergisi	0.60%	0.00%
SPK Kayda Alma Ücreti	0.20%	0.10%
Finansal Faaliyet Harcı (SPK ücreti üzerinden %50)	0.10%	0.00%
İMKB Ücretleri	0.10%	--
Finansal Faaliyet Harcı (İMKB ücreti üzerinden %50)	0.05%	0.00%
Saklama Ücretleri	0.05%	0.015%
İhraç Boyutu	100,000,000	100,000,000
Şirketin Ödediği Brüt Faiz	12,941,176	12,222,222
Stopaj	1,941,176	1,222,222
Yatırımcıya Ödenen Net Faiz	11,000,000	11,000,000
Damga Vergisi	600,000	0
SPK Kayda Alma Ücreti	200,000	10,000
Finansal Faaliyet Harcı (SPK ücreti üzerinden %50)	100,000	0
İMKB Ücretleri	100,000	10,000
Finansal Faaliyet Harcı (İMKB ücreti üzerinden %50)	50,000	0
İlan Masrafı	2,400	0
Basım Giderleri	5,000	0
Saklama Ücretleri	50,000	15,000
Toplam	14,048,576	12,257,222
Borçlanma Maliyeti	14.05%	12.26%
Maliyet Tasarrufu		1,791,354

Şirket, yatırımcıya önerdiği brüt faize ek olarak diğer satırlarda belirtilen, Damga Vergisi, SPK Kayda Alma Ücreti ve İMKB masraflarını üstlenecektir.

Burada, saklama ücretlerinin şirket tarafından doğrudan üstlenilmediğine dikkat çekmek gerekmektedir. Saklama ücreti yatırımcı tarafından üstlenilmektedir. Fakat, yatırımcı talep edeceği getiriye bu ücreti de yansıtmak isteyecektir. Şirket, doğrudan olmasa da, en azından dolaylı olarak saklama ücretini de içerecek bir getiriye yatırımcıya sunmak durumunda kalabilecektir. Bu sebeple, saklama ücretleri de ihraç maliyetlerinin bir unsuru olarak düşünülmüştür.

Tablo 2'nin alt bölümünde 100 milyon YTL'lik bir ihraç dikkate alınmıştır. Bu ihracın 25,88 milyon YTL'si şirket tarafından brüt faiz olarak ödenecektir. 25,88 milyon YTL'nin %15'i olan 3,88 milyon YTL stopaj olarak kesilecek, yatırımcıya net olarak 22 milyon YTL ödenecektir.

İhraç aşamasında, Damga Vergisi 600.000 YTL, SPK Kayda Alma Ücreti (Finansal Faaliyet Harcı ile beraber) 300.000 YTL, İMKB Kotasyon ücretleri (Finansal Faaliyet Harcı ile beraber) 150.000 YTL, İMKB İlan Masrafı 2.400 YTL, Basım Giderleri tahmini olarak 5.000 YTL, Saklama Ücretleri ise 50.000 YTL olarak ortaya çıkmaktadır. Toplamda faiz tutarının üzerine 1.107.400 YTL'lik ek bir maliyet daha gelmektedir.

Burada incelenen örnekte, banka garantisi, derecelendirme maliyeti, aracılık maliyeti, yüklenim maliyeti gibi ek maliyet unsurları, piyasa ve rekabet koşulları çerçevesinde çok değişiklik göstereceğinden dikkate alınmamıştır. Fakat, şirketin toplam ihraç maliyetleri hesaplanırken ve banka kredisi maliyetleri ile kıyaslanırken, bu giderlerin de göz önüne alınması gerekmektedir.

Sonuç olarak şirket, Tablo 2'nin ilk sütunundaki mevcut durumda, 100 milyon YTL'lik borçlanma aracı ihracı için toplamda yaklaşık 27 milyon YTL'lik bir gidere katlanmaktadır. Diğer bir deyişle, risksiz faiz oranlarının %20 olduğu ortamda şirketin katlanacağı borçlanma maliyeti %27 olmaktadır. Bu maliyetlere banka garantisi, derecelendirme, aracılık ve yüklenim maliyetleri gibi unsurlar da eklendiğinde şirketin toplam borçlanma maliyeti %30'lara ulaşabilmektedir. Diğer bir deyişle, risksiz faiz oranının %50'si kadar bir ek maliyet, risk primi ve ihraç maliyeti olarak ortaya çıkmaktadır. Eğer şirket bu oranların altında banka kredisi bulabiliyorsa borçlanma aracı ihracı cazip olmayacak, banka kredisini tercih edecektir.

Tablo 3'te, referans faiz oranının %10'a indiği ortamda, belirtilen maliyetler görece olarak daha önemli bir yüke yol açmaktadır. Şirketin mevcut durumdaki giderlerle borçlanma maliyeti %14 olmaktadır. Tabloda yer almayan diğer ihraç maliyetleri de dikkate alındığında toplam borçlanma maliyeti yaklaşık %17 olmaktadır. Diğer bir deyişle, referans faiz oranının %70 üzerinde bir risk primi ve borçlanma maliyeti ortaya çıkmaktadır.

Banka kredilerinin maliyetleri incelendiğinde, banka kredileri üzerinde sadece BSMV yükümlülüğünün yasal ve zorunlu bir maliyet olarak bulunduğu görülmektedir. BSMV, faiz oranının %5'i oranında alınmaktadır. Örneğin, %20 faiz oranı ile kredi bulan bir şirketin BSMV dahil kredi maliyeti %21 olmaktadır.

Banka kredileri üzerinde BSMV dışında yasal zorunluluklardan kaynaklanan bir maliyet bulunmamakta, ancak kredi karşılığında teminat verilmesi durumunda banka tarafından istenebilen bazı ek maliyet unsurları bulunmaktadır. Bunlar da kredi talep edenin koşullarına, bankanın aktif yapısı ve stratejisine, verilen teminatların niteliğine ve daha bir çok faktöre bağlı olarak çok değişkenlik gösterebilmektedir. Bu

nedenle burada yapılan incelemelere doğrudan bir kredi maliyeti karşılaştırması eklemek mümkün olmamıştır. Bununla beraber, yukarıdaki örneğe dönersek, Hazine bonusu getirilerinin net %20 olduğu ortamda ve mevcut maliyetler ışığında, şirketin bono ihraç etmesi için banka kredisi maliyetinin %30'un üzerinde olması gerekir ki bunun da gerçekçi olmadığı açıktır.

Tablo 2 ve 3'ün ikinci sütunları "Örnek-Öneriler" olarak adlandırılmıştır. Bu bölümde, Çalışma Grubunun bazı önerileri ile beraber, bir takım sayısal varsayımlar yapılmış ve bono ihraç maliyetlerinin ne şekilde düşürülebileceği gösterilmeye çalışılmıştır.

"Örnek-Öneriler" bölümünde temel faiz varsayımları aynı tutulmuştur. Fakat, bu yapıda stopaj oranının %10'a indiği öngörülmüştür. Bu durumda, Tablo 2'de görüleceği üzere şirketin yatırımcıya %22 net getiri sağlamak için sunmak durumunda kalacağı brüt faiz oranı %24,44 olarak belirlenmektedir.

Önerilen yapıda Damga Vergisi kaldırılmaktadır.

SPK Kayda Alma Ücretinin oransal olarak %0,2'den %0,1'e ineceği varsayılmış, Kayda Alma Ücretinin en fazla 10.000 YTL olacağı öngörülmüştür.

İMKB Kotasyon Ücretinin sabit 10.000 YTL olacağı, İlan Masrafının kaldırılacağı kabul edilmiştir.

SPK ve İMKB ücretleri üzerinden alınan Finansal Faaliyet Harcının kaldırılacağı varsayılmıştır.

Kaydi sistem geçerli olduğundan basım masraflarının olmayacağı düşünülmüştür.

Saklama ücretinin yıllık %0,015 olarak belirleneceği varsayılmıştır.

Bu değişiklikler ışığında, örneğin Tablo 2'deki gibi referans faiz oranının %20 olduğu durumda, 100 milyon YTL'lik borçlanma aracı ihraç eden şirketin maliyeti 27 milyon YTL'den 24,5 milyon YTL'ye inmektedir. Diğer bir deyişle, borçlanma maliyeti %27'den %24,5'e gerilemektedir. Tablo 3'te, referans faiz oranı %10'a indiğinde ise, mevcut koşullar altında %14 olan şirketin bono ihraç maliyeti %12,3'e düşmektedir.

Tablolarda göze çarpan en önemli etkinin stopaj oranının %15'ten %10'a indirilmesi ile sağlandığı görülmektedir. Stopaj oranının %10 olarak belirlenmesi, özel sektör borçlanma araçlarının hayata geçmesine çok önemli bir katkı yapacaktır.

Stopaj oranında yapılacak indirimin yanı sıra, hayata geçirileceği düşünülen önerilerle, diğer maliyet unsurlarında da önemli bir tasarruf sağlanmıştır. Tablo 2 ve 3'teki mevcut durumda, stopaj haricindeki ihraç maliyetleri 1,1 milyon YTL iken, "Örnek-Öneriler" bölümünde bu ihraç maliyetleri 35.000 YTL'ye gerilemektedir. Bu maliyet seviyesi ise yurtdışı ihraç ve kotasyon maliyetleri ile uyumlu bir noktaya denk gelmektedir.

II. DERECELENDİRME

Özel sektör borçlanma araçları piyasasının sağlıklı işleyişi için en önemli unsurlardan biri derecelendirme olarak kabul edilmektedir. Derecelendirme, ihraççıların anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirme güçlerinin bağımsız bir şekilde değerlendirilerek, kamunun aydınlatmasını sağlamaktadır. Derecelendirmenin teşvik edilmesi piyasaların sağlıklı işleyişine katkıda bulunacaktır.

Derecelendirme, mevcut mevzuat uyarınca ihraççı açısından ihtiyaridir. Ancak, derecelendirmenin zorunlu tutulması önerisi değerlendirilmelidir. Derecelendirmenin zorunlu tutulması halinde, sadece derecelendirme yaptırabilecek boyutta ihraçlar görülecek, piyasanın belli bir düzen içinde çalışması ve yatırımcı güveninin tesis edilmesi sağlanmış olacaktır.

a. Yerli Derecelendirme Şirketlerinin Kurulması

Sermaye Piyasası Kurulu, derecelendirme şirketlerinin kuruluşu ve faaliyetleri ile ilgili düzenlemeler yapmıştır. Bununla beraber derecelendirmeye tabi olan menkul kıymetler ve derecelendirmeye bağlı diğer detayların da açıklık kazanması yararlı olacaktır. Bu alanla ilgili düzenlemelerin şimdiden yapılması, kuralların belirlenmesi, öncelikle kurulması düşünülen yerli derecelendirme kuruluşlarına ve potansiyel ihraççılara ışık tutacak, derecelendirmeye ne kadar ihtiyaç duyulacağı konusunda öngörüde bulunmalarına olanak tanıyacaktır.

Halihazırda ülkemizde yerli derecelendirme kuruluşu bulunmamaktadır. Yabancı kuruluşların derecelendirme maliyetleri ise oldukça yüksek olabilmektedir. Bu nedenle, yerli şirketlerin kurulmasının derecelendirme işlemlerini kolaylaştıracağı ve yaygınlaştıracağı düşünülmektedir. Yerli derecelendirme şirketlerinin kurulması ise, derecelendirmeye duyulan ihtiyaca paralel olacaktır. Dolayısıyla, derecelendirme sisteminin daha detaylı olarak mevzuatta yer alması yerli şirketlerin kurulma sürecini hızlandırıp kolaylaştıracaktır. Sadece bu yasal öngörülebilirliğin sağlanması bile yerli derecelendirme şirketlerinin kuruluşunu bir ölçüde teşvik edecektir.

b. Derecelendirmeye Bağlı Yatırım Limitleri

Mevcut koşullarda sigorta şirketleri, devletin sosyal güvenlik kuruluşları, özel emeklilik sandıkları, yatırım fonları, emeklilik

yatırım fonları gibi kuruluşlar, mevzuat açısından, özel sektör borçlanma araçlarına ya yatırım yapamamakta, ya da sınırlı yatırım yapabilmektedirler.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu kurumlar için yatırım limitlerini derecelendirmeye bağlı olarak yeniden gözden geçirmesi yararlı olacaktır. Önerilen yapı, SPK'nın kurumsal yatırımcılar için "yatırım yapılabilir" veya "spekülatif yatırım" kategorisinde derece alan menkul kıymetlere yapabilecekleri yatırım limitlerini belirlemesidir.

Önerilen yapı örnek olarak şu şekildedir;

1. *Derecelendirme şirketlerinin derecelerini "yatırım yapılabilir" veya "spekülatif yatırım" kategorisinde belirlemeye Sermaye Piyasası Kurulu yetkilidir.*
2. *B Tipi yatırım fonları, portföylerinin %50'sine kadar "yatırım yapılabilir" derecesine sahip özel sektör borçlanma aracı alabilirler.*
3. *B Tipi yatırım fonları, portföylerinin %20'sine kadar "spekülatif yatırım" derecesine sahip özel sektör borçlanma aracı alabilirler.*
4. *Derecelendirilmemiş, ya da banka garantisi olmayan, fakat organize bir piyasada işlem gören borçlanma araçları portföyün %5'inden fazlasını oluşturamaz.*
5. *Derecelendirme notu ne olursa olsun, bir ihraççının menkul kıymetlerine fon portföyünün %10'undan fazlası yatırılmaz.*
6. *Banka garantili borçlanma senetleri "yatırım yapılabilir" kategorisinde sayılır.*

Bu yapıda SPK sadece iki ana kategori belirlemektedir. Yerel derecelendirme kuruluşları kurulduğa ve farklı derecelendirme skalaları ortaya çıktıkça, SPK ilgili derecelendirme şirketinin hangi notunun "yatırım yapılabilir" veya "spekülatif yatırım" kategorisinde kabul edildiğini kamuya duyuracaktır.

Bununla beraber, sadece özel sektör borçlanma araçlarından oluşan yatırım fonlarının kurulmasına olanak sağlayacak mevzuat değişikliklerinin de yapılması yararlı olacaktır. Özel sektör borçlanma araçları piyasası belirli bir olgunluğa eriştiğinde bu ihtiyaç kendiliğinden ortaya çıkacaktır. Düzenlemelerin şimdiden yapılması, ihtiyaç doğduğu zaman mevzuattan kaynaklanan bir engelin olmaması, piyasa koşullarının gelişmelere daha hızlı yanıt vermesini sağlayacaktır.

c. Teminatlandırma

Özel sektör borçlanma araçlarının çeşitli kurum ve kuruluşlarca teminat olarak kabul edilmesi ,bu araçlara olan talebi önemli ölçüde etkileyecektir. Teminata kabul edilecek olan menkul kıymetlerde de derecelendirme ve/veya banka garantisi veya likit bir ikincil piyasanın varlığı önemli olacaktır. Fakat, özel sektör borçlanma araçlarının teminat olarak kabul edilebilmesi bu piyasanın işlemeye başlamasının ardından gelecektir. Derecelendirmeye ve ikincil piyasa likiditesine bağlı olarak bu ürünler zamanla teminat olarak kabul edilmeye başlanacaktır. Diğer bir deyişle, borç-alacak ilişkisi serbest piyasa koşulları çerçevesinde belirlendiğinden, bu ilişkinin bir parçası olan teminatlandırma da aynı çerçevede belirlenmelidir. Piyasa koşulları, doğal gelişimi içinde özel sektör borçlanma araçlarının teminat olarak kabul edilmesiyle ilgili mekanizmaları geliştirecektir.

Çalışma Grubu, derecelendirmenin ihraççı için zorunlu tutulabileceğini, fakat kurumsal yatırımcılar için derecelendirmeye bağlı yatırım limitleri belirlenmesi gerektiğini önermektedir. Derecelendirmeye bağlı bir yapı kurulduğunda, teminatlandırma işlemlerinin piyasa koşullarının belirlediği çerçevede, hem derecelendirmeyi, hem likiditeyi baz alarak gelişeceği öngörülmektedir.

III. ORGANİZE PİYASALAR

Özel sektör borçlanma araçlarının halka arz edilme ve organize bir piyasaya kote olma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bununla beraber bu araçların etkin işleyen organize bir ikincil piyasada işlem görmesi teşvik edilmelidir. Likit bir ikincil piyasanın varlığı risk primini azaltacağından şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürecektir. Öte yandan, bu menkul kıymetler için sağlıklı bir fiyat oluşumu gerçekleşmiş olacaktır. Sağlıklı fiyat oluşumu, bu ürünlere yatırım yapmış olan şirketlerin ve özellikle kurumsal yatırımcıların varlıklarının değerlendirilmesi için önemli olmaktadır.

Mevcut düzenlemeler uyarınca, halka arz edilecek olan özel sektör borçlanma araçlarının yüklenim koşulları konusunda bir sınırlama bulunmamaktadır. Aracı kuruluşlar bakiyeyi yüklenim veya en iyi gayret aracılığıyla kullanabilmektedirler. Uygulamada da yüklenim konusunda bir sınırlama getirilmemesi yararlı olacaktır.

İMKB'nin teknik altyapısı özel sektör borçlanma araçlarının işlem görebilmesi için yeterli yapıdadır. Alternatif piyasalar veya borsalar kurulması halinde, ihraççı kote olacağı piyasayı kendisi belirleyebilmeli, kotasyon konusunda bir sınırlama getirilmemelidir. Alternatif piyasaların yeni ihraçları çekebilmeleri ve kotasyon için birbirleriyle rekabet etmelerine uygun koşulların sağlanması gözetilmelidir.

Her ne kadar halka arz ve organize piyasa kotasyonu zorunlu olmasa da piyasa koşullarının ihraççıları buna yönlendireceği düşünülmektedir. Özellikle kurumsal yatırımcılar, derecelendirmesi yapılmış ve organize bir piyasaya kote olmuş araçları tercih edeceklerdir. Bu araçların risk primleri daha az olacağından, şirketlerin faiz maliyeti daha düşük olacaktır. Bununla beraber, faiz maliyeti dışında diğer maliyetler de

düşürüldüğünde ihraçlar organize piyasalara yönlendirilebilecektir.

a. Piyasa Yapıcılığı

Likit bir ikincil piyasa oluşturulması için özel sektör borçlanma araçlarında ihtiyari piyasa yapıcılığı sistemi getirilebilir. Kamu menkul kıymetleri için var olan piyasa yapıcılığı sistemi özel sektör borçlanma araçları için de geçerli olabilir. *Fakat piyasa yapıcılığının zorunlu olmayıp, şirketin ve ihraca aracılık eden aracı kuruluşun tercihine bırakılması yararlı olacaktır. Piyasa yapıcılığı koşulları, bu menkul kıymetleri kota alacak olan organize piyasalar tarafından belirlenmelidir. Çalışma Grubu, piyasa yapıcılığı konusunda şimdiden düzenlemeler geliştirilmesini önermektedir.*

b. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Menkul kıymetleri halka arz edilmiş ve organize piyasaya kote olmuş bir şirketin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tam olarak uyması, yatırımcı güveni açısından en önemli koşul olarak görülmektedir. *Organize piyasa ile ilgili teşvikler oluşturulurken kamuyu aydınlatma kurallarından taviz verilmemesi gerekmektedir.*

Eğer ihraççıya, teşvik amacıyla, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri konusunda muafiyetler tanınırsa (örneğin mali tablolarını sadece yıllık olarak bağımsız denetimden geçirme, sadece yıllık olarak yayınlama vb.), ilgili ihraç derecelendirilmiş veya banka garantisi altında olsa dahi yatırımcı güveni konusunda sorunlar doğacak, ikincil piyasa yeterince derinleşmeyecektir. Öte yandan eğer ihraççı kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tam olarak uyuyorsa, derecelendirilmemiş veya banka garantisi almamış bir ihraçta bile yatırımcı talebini çekebilecektir.

c. Yatırımcı Koruma Fonu

Yatırımcı güveni açısından özel sektör borçlanma araçlarının Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınması düşünülebilir. Ancak bu durumun ilk aşamada piyasa aktörlerine, dolayısıyla ihraççılara, ek maliyet getireceği düşünülmektedir. Öte yandan, Avrupa Birliği mevzuatına uyum çerçevesinde özel sektör borçlanma araçlarının da belli bir aşamada Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınması gerekecektir. *Dolayısıyla, bu araçların Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınmasının, mevzuatımızın Avrupa Birliği mevzuatına tam uyumunun gerçekleşeceği aşamada ele alınması önerilmektedir.*

d. Organize Piyasa Teşvikleri

Organize piyasaya kotasyonu teşvik için çeşitli ek önlemler alınabilir. *Örneğin, İMKB’de veya diğer organize piyasalarda hisse senetleri kote olan şirketlerin özel sektör borçlanma aracı ihraçlarında kotasyon ücreti yarıya indirilebilir.* Benzer şekilde, İMKB’de veya diğer organize piyasalarda bir menkul kıymeti kote olan şirketlerin, ikinci, üçüncü ve takip eden ihraçlarında basamaklı kotasyon ücreti indirimleri geliştirilebilir. Böylece yeni ihraçlar bir ölçüde teşvik edilmiş olacaktır.

Öte yandan, özel sektör borçlanma araçlarında piyasa yapıcısı olan aracı kuruluşların borsa işlem paylarında indirim yapılabilir. Bu durum da hem piyasa yapıcısı olmayı özendirerek, hem de işlem hacminin gelişmesine imkan tanıyacaktır.

e. ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı

Özel sektör borçlanma araçlarının, özellikle bankalardan talep görebilmesi için bu menkul kıymetlerin repo işlemlerine konu olması imkanının getirilmesi düşünülebilir.

SPK’nın mevcut düzenlemeleri, özel sektör borçlanma araçlarının repo-ters repo işlemlerine konu edilmesine imkan

tanımaktadır. Henüz uygulamaya geçilmemiş olmakla birlikte, İMKB'nin teknik altyapısı, repo-ters repo işlemlerinde özel sektör borçlanma araçlarının baz menkul kıymet olarak alınmasına imkan tanımaktadır.

Yasal ve teknik altyapı açısından bir engel bulunmama ile birlikte, piyasa katılımcıları açısından kamu ve özel sektör menkul kıymetleri üzerine yapılan repo işlemleri farklı risk algılamalarına yol açabilecektir. Piyasa katılımcıları, repo işlemlerinde teminat olarak kullanılacak menkul kıymetin niteliğini bilmek isteyeceklerdir. Bu sebeple, kamu ve özel sektör menkul kıymetlerini baz alarak yapılan repo işlemlerinde bir ayırımı gidilmesi gerekebilir. *Bunun için de İMKB bünyesinde veya yeni kurulacak diğer organize piyasalar bünyesinde ayrı bir ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı kurulması önerilebilir.*

IV. DİĞER ÖNERİLER

a. İhraç Limitleri

Mevzuatın ihraç limitlerini düzenleyen hükümlerinin Uluslararası Finansal Raporlama Sistemine uygun olarak yeniden tanımlanması gerekmektedir. İhraç limitine baz alınacak tutarın belirlenmesinde, mevzuatta detaylı hesaplamalara yer verilmesi yerine, doğrudan ihraççının mali tablolarındaki özsermayenin baz alınmasına yer verilebilir.

İhraç limitlerinin belirlenmesinde çeşitli esneklikler getirilebilir. Örneğin, mali tabloları bağımsız denetimden geçmiş ve derecelendirilmiş ihraçlarda, şirketin son yıl karı elde etmiş olması şartı aranmaksızın ihraç limiti özsermayenin 6 katına kadar belirlenebilir. Bu durumda derecelendirme, borcun ödenme gücünü ifade ettiğinden son yıl karı şartının aranmasına gerek olmayacaktır. Öte yandan, banka garantisi

olan ihraçlarda da benzer şekilde diğer koşullar aranmadan özsermayenin 6 katına kadar ihraç limiti tanınabilir.

b. Vade ve Dönem Sınırlamaları

Mevzuatta yer alan vade sınırlamaları çok önemli bir sorun teşkil etmese de tahvil-bono tanımlarının ayırımında genel olarak "1 yıldan kısa" ve "1 yıldan uzun" ayırımının yapılması mevzuatın sadeleşmesi açısından yararlı olacaktır. Ürün bazlı tebliğlerde, gerek olmadıkça, vade sınırlamalarına yer verilmemelidir.

Kuponlu tahvil ihraçlarıyla ilgili tebliğlerde, kupon ödeme zamanlarına detaylı olarak yer verilmesi uygulaması yerine "kupon ödemelerinin dönemsel yapılması" kavramının kullanılarak genelleştirilmesi, ürün ihraçlarında esneklik sağlayacaktır. İhraççının, ilk ihraç aşamasında tahvilin ödeme planını yatırımcılara sunması yeterli kabul edilmelidir.

c. Formülasyon Sınırlamaları

Mevzuatta özel sektör borçlanma araçlarının fiyat-getiri hesaplama formüllerine detaylı olarak yer verilmesine gerek olmadığı düşünülmektedir. Tebliğler, ürünün ve ihraçların genel çerçevesini belirleyen bir yapıda olmalıdır. Bununla beraber, ilk ihraçta ihraççının fiyat hesaplaması için baz alınacak formülleri izahname ve sirkülerde belirtmesi düşünülebilir. Organize piyasada kote olacak araçların fiyat hesaplama yöntemleri, ilgili organize piyasa tarafından belirlenmelidir.

d. Ürün Çeşitlendirmesi

Mevzuatın gözden geçirilmesi aşamasında, en önemli konulardan biri yeni ürünlerin geliştirilmesine olanak tanıyacak esnekliklerin ve düzenlemelerin yapılması olacaktır. Örneğin, döviz cinsinden borçlanma aracı ihraç edilmesine olanak sağlanmalıdır.

Öte yandan endekslenmiş ve değişken faizli ihraçlar yapılabilirdir. Burada baz alınacak endeksleri mevzuatta detaylı olarak tanımlamak yerine, endeksin şirket tarafından seçilmesi ve SPK onayına tabi olması uygulaması getirilebilir. SPK seçilecek endeksin çerçeve tanımını çizilebilir (ihraçla ilgili kesimlerden bağımsız bir kurum tarafından hesaplanıp yayınlanıyor olması, objektif kriterlere ve metodolojiye dayalı olması vb.). Böylece dövize, enflasyona, bankalararası gecelik borçlanma oranlarına, petrol fiyatlarına, kıymetli maden fiyatlarına vb. değişkenlere endeksli çok çeşitli bir ürün yelpazesine ulaşmak mümkün olabilecektir. İhraççıların ve yatırımcıların ihtiyaçlarının bulunduğu noktada, yeni ürünler mevzuattan kaynaklanan bir engel olmadan geliştirilebilecektir.

e. İcra-İflas Mevzuatı

Tahvil ve finansman bonusu alacaklıları icra, iflas ve tasfiyede yeterince korunmamakta, ödeme önceliği sıralamasında en altlarda kalmaktadır. Bu durum, yatırımcı güvenini olumsuz etkileyebilmektedir. Türk Ticaret Kanunu'nun tahvili adi bir borç senedi gibi kabul etmesi, çek ve poliçe gibi değerlendirmemesi özel sektör borçlanma araçlarının satışını zorlaştırmaktadır. İcra İflas Kanunu'nda yapılabilecek düzenlemelerle tahvil alacaklılarının çek ve poliçe alacaklıları karşısındaki dezavantajının giderilmesi, tasfiyede alacak sırasının öne alınması yararlı olacaktır.

f. Disponibilite

Yürürlükteki mevzuat uyarınca özel sektör borçlanma araçları bankaların disponibilite yükümlülüğünde kullanılamamaktadır. Bununla beraber, bankalardan gelebilecek talebi olumlu yönde etkilemek için belirli koşullara sahip olan (ihraç boyutu, derecesi, ikincil piyasa likiditesi vb.) özel sektör borçlanma araçlarının disponibil değer olarak kabul edilmesine mevzuatta yer verilmesi düşünülebilir.

g. İhraç Sürecinin Basitleştirilmesi

Şirketlerin fon temin etmesi için sermaye piyasasından borçlanma veya banka kredisi temin etme alternatifleri bulunmaktadır. Şirketler finansman yöntemini tercih ederken maliyetlerle beraber finansmana ulaşma sürecini de dikkate almaktadırlar. Dolayısıyla, ihraç sürecinin mümkün olduğunca basitleştirilmiş ve hızlı ilerlemesi büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle, süreci kısaltacak çalışmaların da yapılacak düzenlemelerde dikkate alınması yararlı olacaktır.

V. SONUÇ VE ÖNERİLER

Uzun yıllar boyunca Hazine'nin yüksek borçlanma ihtiyacı sonucu kamunun hakim olduğu sermaye piyasalarında ekonomik koşulların da iyileşmesiyle beraber diğer borçlanma araçlarının da hayat bulmasına yönelik atılacak adımlar sermaye piyasalarında gerek ihraççılar gerekse yatırımcılar açısından çeşitlilik sağlayacaktır. Raporda detaylı olarak belirtilen hususların hayata geçirilmesinde tüm düzenleyici kurumların katkısı gerekmektedir. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kurulu'nun öncülüğünde ve ilgili kurumların işbirliğiyle, aşağıda özet olarak verilen önerilerin ele alınıp gerekli düzenlemelerin bir an önce yapılmasında yarar bulunmaktadır.

1. Menkul kıymet gelirlerinden alınan stopaj oranının genel olarak %10'a indirilmesi,
2. DİBS'lerin tabi olmadığı, fakat özel sektör borçlanma senetleri üzerinden alınan Damga Vergisinin kaldırılması,
3. DİBS'lerden alınmayan SPK Kayda Alma Ücretlerinin gözden geçirilmesi, oranın düşürülmesi ile beraber, toplam ücret tutarına bir üst limit getirilmesi,
4. DİBS'lerde olduğu üzere, SPK Kayda Alma ve İMKB Kotasyon ücretleri üzerinden finansal faaliyet harcının alınmaması,

5. Özel sektör borçlanma senetlerinin kaydi sistemde takip edilmesi, basım zorunluluğunun ve şekil şartları ile ilgili tebliğin kaldırılması, özel sektör tahvillerinin ihracı aşamasında teknik nedenlerle kaydi sisteme geçişin mümkün olmaması halinde tüm ihracın tek bir kupür halinde basımına (jumbo sertifika) olanak sağlanması, ayrıca özel sektör tahvillerine uygulanan mevcut saklama ücretlerinin DİBS'lerle eşit hale getirilmesi,
6. Derecelendirmenin, ihraççı açısından zorunlu kılınmasının değerlendirilmesi,
7. SPK'nın, kurumsal yatırımcılar için "yatırım yapılabilir" veya "spekülatif yatırım" kategorisinde derece alan menkul kıymetlere yapabilecekleri yatırım limitlerini belirlemesi,
8. Yerli derecelendirme şirketlerinin kurulmasını teşvik edici düzenlemelerin yapılması,
9. Piyasa yapıcılığı konusunda düzenlemeler geliştirilmesi, piyasa yapıcılığının zorunlu olmaması, şirketin ve ihraca aracılık eden aracı kuruluşun tercihine bırakılması, ayrıca İMKB'ye veya diğer organize piyasalara, piyasa yapıcılar tarafından iletilecek alım satım kotasyonları üzerinden yapılan işlemlerden alınacak borsa payına teşvik edici uygulamaların getirilmesi,
10. Menkul kıymetleri halka arz edilmiş ve organize piyasaya kote olmuş şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tam olarak uyması, kamuyu aydınlatma ilkelerinde taviz veya teşviğin düşünülmemesi,
11. Bu araçların Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınmasının, mevzuatımızın Avrupa Birliği mevzuatına tam uyumunun gerçekleşeceği aşamada ele alınması,
12. İMKB veya diğer organize piyasalar bünyesinde ayrı bir ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı'nın kurulması,
13. Mevzuatın ihraç limitlerini düzenleyen hükümlerinin Uluslararası Finansal Raporlama Sistemine uygun olarak yeniden tanımlanması,

14. Derecelendirilmiş, veya banka garantisi olan ihraçlarda ihraç limiti katsayısının 6 olarak belirlenmesi,
15. Tahvil-bono ayırımında genel olarak "1 yıldan kısa" ve "1 yıldan uzun" ayırımının yapılması, mevzuatın sadeleşmesi,
16. Ürünleri tanımlayan tebliğlerde, gerek olmadıkça vade sınırlamalarına yer verilmemesi,
17. Tebliğlerde kupon ödeme zamanlarının belirlenmesi yerine, ihraççının ilk ihraçta ödeme planını sunmasının yeterli olması,
18. Mevzuatta özel sektör borçlanma araçlarının fiyat-getiri hesaplama formüllerine yer verilmemesi,
19. Yeni ürünlerin geliştirilmesine olanak tanıyacak esnekliklerin ve düzenlemelerin yapılması,
20. İcra İflas Kanunu'nda yapılabilecek düzenlemelerle tahvil alacaklarının çek ve poliçe alacaklıları karşısındaki dezavantajının giderilmesi, tasfiyede alacak sırasının öne alınması,
21. Özel sektör borçlanma araçlarının disponibl değer olarak kabul edilmesi ile ilgili düzenleme yapılması,
22. İhraç sürecinin mümkün olduğunca basitleştirilmesi ve hızlandırılması.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
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
İnternet sitesi: www.tspakb.org.tr
e-posta: tspakb@tspakb.org.tr