



SERMAYE PİYASASINDA YENİ ÜRÜNLER

ÇALIŞMA GRUBU RAPORU

Mayıs 2007

İÇİNDEKİLER

| | |
|--|----------|
| I. GİRİŞ | 1 |
| II. SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER | 2 |
| A. Özel Sektör Borçlanma Araçları | 2 |
| 1. İhraç Maliyetleri | 3 |
| a. Menkul Kıymet Gelirleri Stopajı | 3 |
| b. SPK Kayda Alma Harcı | 4 |
| c. İMKB Kotasyon Ücretleri | 5 |
| d. Saklama Ücretleri | 5 |
| e. Diğer Maliyetler | 6 |
| f. İhraç Maliyetlerinin Mevcut Durumu ve Örnek Bir Çalışma | 6 |
| 2. Derecelendirme | 9 |
| a. Derecelendirmeye Bağlı Yatırım Limitleri | 9 |
| b. Teminatlandırma | 9 |
| 3. Organize Piyasalar | 10 |
| a. Piyasa Yapıcılığı | 10 |
| b. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri | 11 |
| c. Yatırımcı Koruma Fonu | 11 |
| d. Organize Piyasa Teşvikleri | 11 |
| e. ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı | 11 |
| 4. Diğer Öneriler | 12 |
| a. İhraç Limitleri | 12 |
| b. Vade ve Dönem Sınırlamaları | 12 |
| c. Formülasyon Sınırlamaları | 12 |
| d. İcra-İflas Mevzuatı | 12 |
| e. Disponibilite | 12 |
| f. İhraç Sürecinin Basitleştirilmesi | 13 |
| g. İhraç Fiyatının İlanı | 13 |
| B. Yerel Yönetim Borçlanma Araçları | 13 |
| 1. ABD'de Yerel Yönetim Borçlanma Araçları | 14 |
| 2. Türkiye'de Yerel Yönetim Borçlanma Araçları | 14 |
| 3. Yasal Düzenlemeler | 14 |

| | |
|---|-----------|
| C. Tutsat (Mortgage) | 15 |
| D. Sonuç ve Öneriler | 16 |
| III. TÜREV ARAÇLAR | 18 |
| A. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. | 18 |
| 1. İşlem Hacmi | 18 |
| 2. İşlem Adetleri | 20 |
| 3. Açık Pozisyon Sayıları | 21 |
| 4. 2006 Yılı Değerlendirmesi | 23 |
| B. Sonuç ve Öneriler | 23 |
| IV. YATIRIM FONLARI | 25 |
| A. Yatırım Fonlarının Portföy Değeri | 25 |
| B. Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı | 26 |
| C. Bireysel Emeklilik Sistemi | 27 |
| D. 2006 Yılı Değerlendirmesi | 29 |
| E. Sonuç ve Öneriler | 29 |
| V. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇLAR | 31 |
| VI. EKLER | 32 |
| EK 1: TSPAKB'nin Çalışma Grupları Kurulmasına İlişkin Genel Mektubu | 32 |
| Ek 2: TSPAKB'nin Çalışma Grupları Toplantı Davet Mektubu | 33 |
| Ek 3: Yeni Ürünler Çalışma Grubu I. Toplantı Tutanağı | 34 |
| Ek 4: Yeni Ürünler Çalışma Grubu II. Toplantı Tutanağı | 37 |
| Ek 5: Kaynakça | 39 |

I. GİRİŞ

TSPAKB, 2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında bütün aracı kurumları kapsayan bir çalışma düzenlemiştir. Çalışmada bütün aracı kurumlar ziyaret edilerek çeşitli konulardaki sorunları ve varsa çözüm önerileri alınmıştır. Aracı kurumlarca dile getirilen sorunlar ve çözüm önerileri bir kitapçıkta toplanmıştır. Aracı Kurum Sektöründe Sorunlar ve Çözüm Önerileri adını taşıyan kitapçık (Bkz. Ek 6: Kaynakça), üyelerimizle ve diğer sermaye piyasası kurumları ile paylaşılmıştır.

Aracı kurumların bu çalışmada dile getirdikleri konular dört ana başlıkta toplanmıştır. Birlik Yönetim Kurulu, her bir başlıkta daha detaylı çalışmalar yapılması amacıyla ve sektör temsilcilerinin katılımı ile aşağıdaki çalışma gruplarının kurulmasını kararlaştırmıştır;

- Aracılık Maliyetleri ve Vergi Çalışma Grubu
- Piyasa Kurumları Çalışma Grubu
- Yatırımcılar, Yeni Ürün ve Araçlar Çalışma Grubu
- Birlik Faaliyetleri, Lisanslama ve Eğitim Çalışma Grubu

Ek 1'de yer alan Genel Mektup ile çalışma gruplarının kuruluşu sektöre duyurulmuştur. Yatırımcılar, Yeni Ürün ve Araçlar Çalışma Grubunda yer almak için isim bildiren katılımcılar Ek 2'deki Davet Mektubu ile toplantılara davet edilmişlerdir. Toplantıların tutanakları Ek 3, Ek 4 ve Ek 5'te sunulmaktadır.

Yeni Ürünler Çalışma Grubu, sermaye piyasasında geliştirilebilecek ve yatırımcılara sunulabilecek yeni ürünlerin veya hizmetlerin belirlenmesi, yeterince gelişmemiş mevcut ürünlerde ise piyasa oluşumunu etkileyen faktörleri belirleyerek çözüm üretilmesi amacı ile kurulmuştur.

Grubun çalışmaları aşağıdaki ürün grupları ve araçlar üzerine yoğunlaşmıştır.

1. Sabit Getirili Menkul Kıymetler
 - a. Özel sektör borçlanma araçları
 - b. Yerel yönetimlerin borçlanma araçları
 - c. Tutsat (Mortgage)
2. Türev Ürünler
 - a. VOB vadeli işlem kontratları
 - b. VOB opsiyon kontratları
 - c. Tezgâhüstü türev ürünleri
3. Fonlar
 - a. Borsa Yatırım Fonları
 - b. Garantili/Korumalı Fonlar
 - c. Hedge Fonlar
 - d. Fon Sepetleri

II. SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler üç başlık altında ele alınmıştır.

- A. Özel Sektör Borçlanma Araçları
- B. Yerel Yönetimlerin Borçlanma Araçları
- C. Tutsat (Mortgage)

A. ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI

Sermaye piyasamızda eksikliği duyulan en önemli unsurun özel sektör borçlanma araçları olduğu çeşitli araştırmalar ve platformlarda dile getirilmektedir. 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, geçmişteki vergi düzenlemelerinde 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 engeli ortadan kaldırmıştır. Öte yandan, 2006 yılı başından itibaren uygulamaya giren vergi sistemi ile, kamu borçlanma senetleri ve özel sektör borçlanma senetleri arasındaki vergi eşitsizliği giderilmiştir.

Olumlu gelişmelere rağmen ihraç maliyetleri, özel sektör borçlanma araçlarının önündeki en önemli engel olarak kalmaya devam etmektedir. Maliyet ile kast edilen, reel faiz ile ihraç maliyetlerinin toplamıdır. İhraç maliyetleri ise vergi ve diğer maliyetler olarak ikiye ayrılabilir. Vergi kapsamında her türlü yasal giderler düşünülebilir. Diğer maliyetler ise aracılık hizmeti giderleri, bağımsız denetim, varsa derecelendirme giderleri gibi giderlerden oluşmaktadır.

Vergiden kaynaklanan maliyetler konusunda son dönemde olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Özel sektör borçlanma araçları ihracından alınmakta olan %0,6 oranındaki damga vergisi, 5582 sayılı "Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" ile 6 Mart 2007 tarihinde kaldırılmıştır. Buna ek olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın özel sektör borçlanma araçlarının ihracında aldığı kayda alma ve kotasyon ücretleri üzerinden %50 oranında alınmakta olan finansal faaliyet harcı da aynı kanun ile gene 6 Mart 2007 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere kaldırılmıştır. Öte yandan, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılması ve elde tutulması sürecinde elde edilen gelirlerin vergilendirilmesine yönelik yeni vergileme sisteminde 2006 yılı başında uygulanmaya başlanan %15 oranındaki tevkifat, 23 Temmuz 2006 tarihinden itibaren %10'a indirilmiştir. Bu gelişmelerin, özel sektör borçlanma araçları ihracı için kolaylaştırması beklenmektedir.

Uzun bir aradan sonra ilk defa 2006 yılında iki adet özel sektör tahvilinin ihraç edilmesi olumlu gelişmelere en önemli kanıt olmaktadır. Ancak, reel faizlerin çeşitli sebeplerle halen daha yüksek seviyelerde kalmaya devam etmesi, şirketleri alternatif finansman kaynaklarına yönlendirmekte, özel sektör borçlanma aracı ihracı için uzak tutmaktadır.

| Şirketin Ünvanı | Nominal (YTL) | Vade | Halka Arz Tarihi | Faiz (basit %) | Kupon Bilgileri |
|---|---------------|-------|------------------|----------------|--------------------------|
| Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri A.Ş. | 100.000.000 | 2 yıl | 03-04.08.2006 | %20,16 | 6 ayda bir kupon ödemeli |
| Altınıyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş. | 20.000.000 | 2 yıl | 02-13.10.2006 | %22,00 | 6 ayda bir kupon ödemeli |

Bununla beraber, genel ekonomik ortamın ve düşen ihracat maliyetlerinin özel sektör borçlanma senetlerinin ihracatına olanak tanınması beklenmektedir. Ancak bunların dışında, özel sektör borçlanma senetleri piyasasının sağlıklı bir şekilde işlerliğe kavuşması için yapılması gereken ek çalışmalar ve düzenlemeler mevcuttur.

Çalışma Grubu, özel sektör borçlanma araçları ihracat maliyetlerinin düşmekte oluşunu olumlu bir gelişme olarak değerlendirmekte, şirketlerin gelecekte konu ile daha ilgili olmalarını beklemekte, ancak bu arada mevzuatın gözden geçirilerek güncellenmesi gerektiğini düşünmektedir.

İlerleyen bölümlerde, Çalışma Grubunun özel sektör borçlanma araçları ile ilgili önerileri sunulmaktadır.

1. İHRAÇ MALİYETLERİ

Özel sektör borçlanma senetleri, yatırımcı açısından kamu borçlanma senetleri ile, ihracatçı 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, ihracat maliyetlerinin kamu ve özel sektör menkul kıymetleri arasında fark olmaması, 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 bu iki seçenek arasında tercihini yapacaktır.

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

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

a. Menkul Kıymet Gelirleri Stopajı

Menkul kıymet kazançlarından alınan stopaj oranı 2006 yılı başından itibaren %15 olarak uygulamaya konulmuş, 2006 yılının Temmuz ayında %10'a indirilmiştir. Bu düşüşe rağmen, stopaj oranı ihracat maliyetleri üzerindeki en önemli etkidir.

Yatırımcı talebi açısından kamu menkul kıymetleri ile özel sektör menkul kıymetleri arasında stopajdan kaynaklanan 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, kamu menkul kıymetlerinin net getirisinin %20 olduğunu varsayalım. Bu durumda Hazine bonosunun brüt faizi, %10 stopajı içerecek ve yatırımcıya %20 net getiri sağlayacak şekilde %22,22 olacaktır.

Özel sektör şirketlerinin kamu menkul kıymetleri faizleri üzerine ekleyecekleri risk primi %2 puan olarak varsayılırsa, yatırımcı özel sektör menkul kıymetinden %22 net getiri elde etme beklentisi içinde olacaktır. Bu getiriye sağlayacak olan brüt faiz oranı ise %24,44 olup, şirketin sadece faiz giderinden kaynaklanan maliyeti olarak ortaya çıkmaktadır.

Özet olarak yatırımcı, şirketin %24,44 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 %0'a düşürülmesi ise bu piyasayı banka kredisine kıyasla biraz daha rekabetçi bir hale getirecektir. Stopajın %0 olması halinde yukarıdaki net faiz oranları hazine bonusu için %20, ihraççı şirket için %22 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. Ancak ihraççının alternatifi banka kredisi olduğundan, yeni vergi sistemi arz yönünde finansman tercihlerini etkilemektedir.

Çalışma Grubunun önerisi tüm sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerden alınan stopaj oranının genel olarak %0'a indirilmesidir.

b. SPK Kayda Alma Harcı

Sermaye Piyasası Kurulu, özel sektör borçlanma araçlarında ihraç tutarı üzerinden %0,2 oranında Kayda Alma Ücreti almaktadır. 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 olan kayda alma ücreti oranı %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 200.000 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 getirebilmektedir.

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

c. İMKB Kotasyon 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.

İMKB, ÖSBA kotasyonları ile ilgili olarak kendi mevzuatında gerekli çalışmaları yapmış, ayrıca kotasyon maliyetlerini makul seviyelere düşürmüştür. Buna göre ÖSBA Kotasyon Ücreti, nominal tutarın %0,1'i olarak belirlenmiştir. Ancak kotasyon ücretinin 1.000 YTL'den az, 10.000 YTL'den fazla olmaması şart getirilmiştir. Kotta Kalma ücreti, Kota Alma ücretinin dörtte biri tutarındadır.

d. Saklama Ücretleri

Mevcut durumda, özel sektör borçlanma araçlarının hak sahibi bazında kaydileştirilmesi mümkündür. Ayrıca Takasbank nezdinde özel sektör tahvillerinin organize veya tezgâhüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerinin takası için gerekli olan takas sistemi de hazır durumdadır. Fakat, kaydi sistemde ikincil piyasa (organize ya da tezgâhüstü) 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 1,5 (= %0,015) oranında saklama ücreti alınmaktadır. Takasbank, önceden onbinde 5 (%0,5) olan bu ücreti 2006 yılında devlet iç borçlanma senetleri ile aynı orana düşürmüştür.

e. 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, ihraç 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 ihraç 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 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.

f. İhraç Maliyetlerinin Mevcut Durumu ve Örnek Bir Çalışma

Aşağıdaki tabloda özel sektör borçlanma aracı ihraçları üzerindeki mevcut maliyetler, önerilen yapıyla karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Tablonun ilk sütununda risksiz net faiz oranı %20, ikinci sütununda ise %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.

Mevcut Durumun ilk sütununa bakıldığında, referans olarak alınan yıllık brüt Hazine Bonosu faiz oranı (vergi öncesi) %22,22 olarak kabul edilmektedir. Bu durumda %10 stopaj sonrası yatırımcının eline geçen net Hazine Bonosu getirisi %20 olmaktadır.

ÖSBA ihraç edecek olan şirketin %2'lik bir risk primine sahip olduğunu varsayalım (ikinci sütunda 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, %10 stopajı içerecek şekilde, bononun ihraç faizini %24,44 olarak belirlemek durumunda kalacaktır.

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

Burada, saklama ücretlerinin şirket tarafından doğrudan üstlenilmediğini hatırlatmak gerekmektedir. Saklama ücreti yatırımcıdan tahsil edilmektedir. 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.

| ÖSBA İhraç Maliyetlerinde Mevcut ve Önerilen Durum | | | | |
|---|---------------------|--------------------|----------------------|--------------------|
| | Mevcut Durum | | Önerilen Yapı | |
| Brüt Hazine Bonosu Faiz Oranı | 22,22% | 11,11% | 20,00% | 10,00% |
| Net Hazine Bonosu Faiz Oranı | 20,00% | 10,00% | 20,00% | 10,00% |
| Şirketin Risk Primi | 2,00% | 1,00% | 2,00% | 1,00% |
| Yatırımcının Beklediği Getiri | 22,00% | 11,00% | 22,00% | 11,00% |
| Stopaj | 10,00% | 10,00% | 0,00% | 0,00% |
| Şirketin Önerdiği Brüt Faiz Oranı | 24,44% | 12,22% | 22,00% | 11,00% |
| SPK Harcı | 0,20% | 0,20% | 0,10% | 0,10% |
| İMKB Kotasyon Ücreti | 0,10% | 0,10% | 0,10% | 0,10% |
| Saklama Ücretleri | 0,015% | 0,015% | 0,015% | 0,015% |
| İhraç Boyutu | 100.000.000 | 100.000.000 | 100.000.000 | 100.000.000 |
| Şirketin Ödediği Brüt Faiz | 24.444.444 | 12.222.222 | 22.000.000 | 11.000.000 |
| Stopaj | 2.444.444 | 1.222.222 | 0 | 0 |
| Yatırımcıya Ödenen Net Faiz | 22.000.000 | 11.000.000 | 22.000.000 | 11.000.000 |
| SPK Harcı | 200.000 | 200.000 | 10.000 | 10.000 |
| İMKB Kotasyon Ücreti | 10.000 | 10.000 | 10.000 | 10.000 |
| Saklama Ücretleri | 15.000 | 15.000 | 15.000 | 15.000 |
| Toplam | 24.669.444 | 12.447.222 | 22.035.000 | 11.035.000 |
| Borçlanma Maliyeti | 24,67% | 12,45% | 22,04% | 11,04% |
| Maliyet Tasarrufu | | | 2.634.444 | 1.412.222 |

Tablonun alt bölümünde 100 milyon YTL'lik bir ihraç dikkate alınmıştır. Bu ihracın 24,44 milyon YTL'si şirket tarafından brüt faiz olarak ödenecektir. 24,44 milyon YTL'nin %10'u olan 2,44 milyon YTL stopaj olarak kesilecek, yatırımcıya net olarak 22 milyon YTL ödenecektir.

İhraç aşamasında, SPK Kayda Alma Ücreti 200.000 YTL, İMKB Kotasyon ücretleri 10.000 YTL, Saklama Ücretleri ise 15.000 YTL olarak ortaya çıkmaktadır. Toplamda faiz tutarının üzerine 225.000 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 değişkenlik 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, tablonun ilk sütunundaki mevcut durumda, 100 milyon YTL'lik borçlanma aracı ihracı için toplamda yaklaşık 24,7 milyon YTL'lik bir gidere katlanmaktadır. Diğer bir deyişle, risksiz faiz oranlarının %20 olduğu ortamda, şirketin katlanacağı borçlanma maliyeti %24,7 olmaktadır. Bu maliyetlere banka garantisi, derecelendirme, aracılık ve yüklenim maliyetleri gibi unsurlar da eklendiğinde şirketin toplam borçlanma maliyeti %27'lere ulaşabilmektedir. Eğer şirket bu oranların altında banka kredisi bulabiliyorsa borçlanma aracı ihracı cazip olmayacak, banka kredisini tercih edecektir.

Tablonun ikinci sütununda referans faiz oranının %10'a indiği ortamda, belirtilen maliyetler görece olarak daha önemli bir yüke yol açmaktadır. Şirketin mevcut durumdaki giderlerle borçlanma maliyeti %12,4 olmaktadır. Tabloda yer almayan diğer ihraç maliyetleri de dikkate alındığında toplam borçlanma maliyeti yaklaşık %15 olmaktadır. Diğer bir deyişle, referans faiz oranı olan %10'un çok 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 %27'nin üzerinde olması gerekir ki bunun da gerçekçi olmadığı açıktır.

Tablonun ikinci bölümünde Önerilen Yapı sunulmaktadır. Bu bölümde, Çalışma Grubunun bazı önerileri ile beraber bono ihraç maliyetlerinin ne şekilde düşürülebileceği gösterilmeye çalışılmıştır.

Önerilen Yapı bölümünde temel faiz varsayımları aynı tutulmuştur. Fakat, bu yapıda tüm menkul kıymetlerdeki stopaj oranının %0'a indiği öngörülmüştür. Bu durumda, şirketin yatırımcıya %22 net getiri sağlamak için sunmak durumunda kalacağı brüt faiz oranı %24,44'ten %22'ye inmektedir.

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 Ücretinde ve Saklama Ücretlerinde değişiklik öngörülmemiştir.

Bu değişiklikler ışığında, örneğin Tablo 2'deki gibi referans faiz oranının %20 olduğu durumda, 100 milyon YTL'lik borçlanma aracı ihraç eden şirketin maliyeti 24,7 milyon YTL'den 22 milyon YTL'ye inmektedir. Diğer bir deyişle, borçlanma maliyeti %24,7'den %22'ye gerilemektedir. Referans faiz oranı %10'a indiğinde ise, mevcut koşullar altında %12,4 olan şirketin bono ihraç maliyeti %11'e düşmektedir.

Tablolarda göze çarpan en önemli etkinin stopaj oranının %10'dan %0'a indirilmesi ile sağlandığı görülmektedir. Stopaj oranının kaldırılması, 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 sağlanmaktadır. Mevcut durumda, stopaj haricindeki ihraç maliyetleri 225.000 YTL iken, Önerilen Yapı bölümünde bu ihraç maliyetleri 35.000 YTL'ye gerilemektedir.

2. DERECELENDİRME

Özel sektör borçlanma araçları piyasasının sağlıklı işleyişi için en önemli unsurlardan biri derecelendirme olarak kabul edilmektedir. Derecelendirme, ihraççuların 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. Çalışma Grubu, derecelendirmenin ihraççı açısından zorunlu tutulmamasını, ancak talep yönünde yapılacak düzenlemelerle ihraççuların derecelendirme yaptırmaya yönlendirilmesini önermektedir.

a. 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. Yatırım fonları, portföylerinin %50'sine kadar "yatırım yapılabilir" derecesine sahip özel sektör borçlanma aracı alabilirler.
3. Yatırım fonları, portföylerinin %20'sine kadar "spekülatif yatırım" derecesine sahip özel sektör borçlanma aracı alabilirler.
4. Emeklilik yatırım fonları sadece "yatırım yapılabilir" derecesine sahip özel sektör borçlanma aracı alabilirler.
5. Derecelendirilmemiş, ya da banka garantisi olmayan, fakat organize bir piyasada işlem gören borçlanma araçları portföyün %5'inden fazlasını oluşturamaz.
6. Derecelendirme notu ne olursa olsun, bir ihraççının menkul kıymetlerine fon portföyünün %10'undan fazlası yatırılmaz.
7. Banka garantili borçlanma senetleri "yatırım yapılabilir" kategorisinde sayılır.

Bu yapıda SPK sadece iki ana kategori belirlemektedir. Yerel derecelendirme kuruluşları kuruldukça 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.

b. 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. Bu gelişim Basel II'nin uygulanması ile daha da belirginleşecektir.

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

3. 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 tercihinin bırakılması yararlı olacaktır. Piyasa yapıcılığı koşulları, bu menkul kıymetleri kote alacak olan organize piyasalar tarafından belirlenmelidir. Çalışma Grubu, piyasa yapıcılığı konusunda şimdiden düzenlemeler geliştirilmesini önermektedir.

b. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Menkul kıymetleri halka arz edilmiş sayılan 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.

Halka arz edilmeyen ihraçlarda kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uyum zorunluluğu getirilmemelidir. Örneğin belli sayıda nitelikli yatırımcıya yapılan ihraçlarda özel bir borç-alacak ilişkisi oluşmaktadır. Bu nedenle, ihraççı şirketin ek kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tabi olmasına ihtiyaç duyulmamaktadır.

Bu noktada ÖSBA açısından halka açıklığın veya halka açık sayılmanın tanımının uygun bir şekilde yapılması gerekmektedir.

c. Yatırımcı Koruma Fonu

Yatırımcı güveni açısından özel sektör borçlanma araçlarının Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınması önerilmektedir. Bu durumun ilk aşamada piyasa aktörlerine, dolayısıyla ihraççılara, ek maliyet getireceği düşünülebilirse de, Yatırımcı Koruma Fonuna tabi olmanın ÖSBA talebine olumlu yansımaları beklenmektedir.

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 özendirecek, 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 düşünülmektedir.

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 bulunmamakla 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 ayırma gidilmesi gerekebilir. Bunun için de İMKB bünyesinde veya yeni kurulacak diğer organize piyasalar bünyesinde ayrı bir ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı kurulması önerilebilir.

4. 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 kârı elde etmiş olması şartı aranmaksızın ihraç limiti özsermayenin 6 katına kadar belirlenebilir. Bu durumda derecelendirme, borcun ödenme gücünü ifade ettiğinden son yıl kâr 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. Tanımlarda Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili ayrımları baz alınabilir. Ürünleri tanımlayan tebliğlerde, gerek olmadıkça, "vade iki yıldan az, yedi yıldan çok olamaz" gibi 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. İcra-İflas Mevzuatı

Tahvil ve finansman bonosu 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.

e. 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, banka

garantisi, ikincil piyasa likiditesi vb.) özel sektör borçlanma araçlarının disponibl değer olarak kabul edilmesine mevzuatta yer verilmesi düşünülebilir.

f. 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. Bunun için, Sermaye Piyasası Kurulunun öncelikle bir ihraç başvurusu kılavuzu hazırlamasının yararlı olacağı düşünülmektedir. Buna ek olarak, SPK'nın ihraç başvurusunu değerlendirme sürecine ilişkin olarak belli zaman aralıklarını hedefleyerek kamuoyuna duyurması piyasa katılımcılarına önemli bir katkı sağlayacaktır.

g. İhraç Fiyatının İlanı

Son zamanlarda yapılan ÖSBA ihraçlarında gözlenen bir sorun ise tahvilin/bononun ihraç fiyatının izahname ve sirkülerde yayınlanma zorunluluğu olmuştur. İzahname hazırlanması ile ihraç zamanı arasında en azından iki haftalık bir süreç geçmektedir. Bu sürede piyasa faiz oranlarında dalgalanmalar görülebilmektedir. Dolayısıyla halka arz günü geldiğinde, bononun ihraç fiyatı piyasa koşullarından çok farklı bir noktada olabilmektedir. Çözüm olarak, ihraççının izahname ve sirkülerinde halka arz gününde bononun ihraç fiyatının nasıl belirleneceğini (formül, metod, değişken vb.) ilan etmesi önerilmektedir. Halka arz gününde ihraç fiyatının açıklanan yöntemine uygun olarak belirlenmesi sorumluluğu ihraca aracılık eden kuruluşta olabilir.

B. YEREL YÖNETİM BORÇLANMA ARAÇLARI

Günümüzde hızlanan şehirleşme süreci, artan kamu altyapı yatırımı ihtiyacını da beraberinde getirmektedir. Yalnız yerel yönetimler değil, devletin kendisi dahi bu yatırımların finansmanında zorlanmakta, özelleştirme ve/veya Yap-İşlet-Devret modellerinin kullanımı dahi bu ihtiyacı karşılamaya yetmemektedir. Büyük şehirlerimizde giderek artan trafik problemi bunun en önemli örneklerinden biridir.

Bu anlamda kamu finansmanında sermaye piyasalarından yararlanmak kaçınılmaz hale gelmiştir. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS) ya da Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler'in (VDMK) yanı sıra, bu çalışmada ele alınan Belediye Bonolarının da kamu projelerinin finansmanı konusunda iyi bir yöntem olacağına inanılmaktadır.

Siyasi ve ekonomik istikrarın sürmesi halinde orta ve uzun vadede reel faizlerin düşmesi, yatırımcıları farklı enstrüman arayışlarına itecektir. Gerek artan global likidite, gerekse yurtiçi ve dışında kurumsal yatırımcıların, özellikle emeklilik fonları gibi "muhafazakar" yatırımcıların büyümesi, sabit getirili menkul kıymetler açısından giderek artan bir talep yaratmaktadır. Bu da hem özel sektör hem de yerel yönetim borçlanma senetleri için cazip fırsatlar yaratmaktadır.

Yerel yönetim borçlanma araçları (veya Belediye Bonoları), yerel yönetimler tarafından ihraç edilen borçlanma senetleridir. Yerel yönetimler bu yolla çeşitli kamu yatırım projelerini finanse etmeyi amaçlamaktadır. Bonolar, yerel yönetimin bütçesine katkı sağlayıp elde edilen gelir genel amaçlar için kullanılabilmesi gibi, spesifik bir projeyi finanse etmek için de çıkartılabilir. Aslında önceki bölümde özel sektör borçlanma araçları ile ilgili olarak değinilen hususların çoğu yerel yönetim borçlanma araçları için de geçerlidir.

1. ABD'DE YEREL YÖNETİM BORÇLANMA ARAÇLARI

Belediye bonolarına sıklıkla ABD'de rastlanmaktadır. 2007'nin ilk iki ayındaki yeni ihraç toplamının 58 milyar ABD\$ olması, sektörün büyüklüğü hakkında bir fikir vermektedir. Belediye bonolarını devlet tahvil/bonoları ya da kurum bonolarından ayıran en temel özellik, sundukları vergi avantajlarıdır. Belediye bonoları gelir vergisinden (federal tax) muaf olduğu gibi, çıkarıldığı eyaletteki uygulamaya göre eyalet vergilerinden de muaf tutulabilmektedir. Burada amaç bonoyu yatırımcılar açısından cazip bir enstrüman haline getirmektir.

ABD'ndeki belediye bonoları ve bunları ihraç eden, halka arz eden ve alım-satım işlemlerini yapan kurumlar, SEC (Securities Exchange Commission) ve NASD (National Association of Securities Dealers) haricinde, 1975'te kurulan MSRB (Municipal Securities Rulemaking Board) tarafından da denetlenmektedir. Kurum, sektörün standartlarını belirlemek ve araçların işlem yapma esaslarını düzenleyen kuralları oluşturmakla yükümlüdür. Bütçesi üye kurumların aidatları tarafından karşılanan kurum, sadece kuralları düzenlemekle yükümlü olup, yatırım yetkisi ilgili kuruluşlara devredilmiştir (ör: NASD, ya da FED).

2. TÜRKİYE'DE YEREL YÖNETİM BORÇLANMA ARAÇLARI

Her borçlanma aracında olduğu gibi, belediye bonolarının risk primini belirleyen unsur ihraççının mali durumu, yani borcunu faizi ile birlikte zamanında ödeyebilme gücüdür. Dolayısı ile güvenli bir yatırım ortamı yaratmak adına ihraççının iyi yönetilmesi ve şeffaflığı en temel ilkeler olmaktadır. Bu anlamda ihraççı kurumun, yani yerel yönetimin ilgili kurumlar tarafından sıkı bir şekilde denetlenmesinin yanı sıra, ihraç edilen menkul kıymetlerin bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmesi de yatırımcıların doğru bir şekilde bilgilendirilmesi ve yönlendirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Bunun yanı sıra, bu enstrümanların kurumsal ve bireysel yatırımcılar için cazip olabilmesi için ihraç sonrası işlem gördükleri ikincil piyasada likiditelerinin sağlanması esas olmalıdır. Bunun için piyasa yapıcılığı müessesesinden, en azından başlangıç aşamasında, yararlanılabilir.

Burada esas önemli olan, yukarıda belirtildiği gibi ihraççı kurumların mali anlamda şeffaflığının sağlanmasıdır. Bu anlamda belki de devlet denetiminin yanı sıra bağımsız denetim kuruluşlarından faydalanmak, düzenli aralıklarla bağımsız denetimden geçmiş mali raporlar yayınlamak, yerel yönetimlerin ihraç edeceği menkul kıymetlere olan ilgiyi arttıracak bir yöntem olabilir. Ayrıca ABD'deki benzerlerinde görüldüğü gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının yapacağı değerlendirmeler sadece yerli değil, yabancı yatırımcıların da bu menkul kıymetlere olan ilgisini arttıracak bir faktör olacaktır.

3. YASAL DÜZENLEMELER

Belediyelerin Gelirleri; kanunlarla gösterilen belediye vergi, resim, harç ve katılma payları, genel bütçe vergi gelirlerinden ayrılan pay, genel ve özel bütçeli idarelerden yapılacak ödemeler, taşınır ve taşınmaz malların kira, satış ve başka suretle değerlendirilmesinden elde edilecek gelirler, belediye meclisi tarafından belirlenecek tarifelere göre tahsil edilecek hizmet karşılığı ücretler, faiz ve ceza gelirleri, bağışlar, her türlü girişim, iştirak ve faaliyetler karşılığı sağlanacak gelirler ve diğer gelirler olarak belirlenmiştir.

5393 sayılı Belediye Kanunu'nun 15-i maddesi "borç almak ve bağış kabul etmek"i belediyenin yetki ve imtiyazları arasında göstermiştir.

Belediyelerin borçlanma usul ve esasları, aynı kanunun 68. maddesinde şu şekilde belirlenmiştir;

MADDE 68.- Belediye, görev ve hizmetlerinin gerektirdiği giderleri karşılamak amacıyla aşağıda belirtilen usûl ve esaslara göre borçlanma yapabilir ve tahvil ihraç edebilir:

a) Dış borçlanma, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun hükümleri çerçevesinde sadece belediyenin yatırım programında yer alan projelerinin finansmanı amacıyla yapılabilir.

b) İller Bankası'ndan yatırım kredisi ve nakit kredi kullanan belediye, ödeme plânını bu bankaya sunmak zorundadır. İller Bankası hazırlanan geri ödeme plânını yeterli görmediği belediyenin kredi isteklerini reddeder.

c) Tahvil ihracı, yatırım programında yer alan projelerin finansmanı için ilgili mevzuat hükümleri uyarınca yapılır.

d) Belediye ve bağlı kuruluşları ile bunların sermayesinin yüzde ellisinden fazlasına sahip oldukları şirketlerin, faiz dâhil iç ve dış borç stok tutarı, en son kesinleşmiş bütçe gelirleri toplamının 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'na göre belirlenecek yeniden değerlendirme oranıyla artırılan miktarını aşamaz. Bu miktar büyükşehir belediyeleri için bir buçuk kat olarak uygulanır.

e) Belediye ve bağlı kuruluşları ile bunların sermayesinin yüzde ellisinden fazlasına sahip oldukları şirketler, en son kesinleşmiş bütçe gelirlerinin, 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'na göre belirlenecek yeniden değerlendirme oranıyla artırılan miktarının yıl içinde toplam yüzde onunu geçmeyen iç borçlanmayı belediye meclisinin kararı; yüzde onunu geçen iç borçlanma için ise meclis üye tam sayısının salt çoğunluğunun kararı ve İçişleri Bakanlığının onayı ile yapabilir.

f) Belediyelerin ileri teknoloji ve büyük tutarda maddî kaynak gerektiren alt yapı yatırımlarında Devlet Plânlama Teşkilatı Müsteşarlığı'nın teklifi üzerine Bakanlar Kurulu'nca kabul edilen projeleri için yapılacak borçlanmalar (d) bendindeki miktarın hesaplanmasında dikkate alınmaz. Dış kaynak gerektiren projelerde Hazine Müsteşarlığı'nın görüşü alınır.

Yukarıda belirtilen usûl ve esaslara aykırı olarak borçlanan belediye yetkilileri hakkında, fiilleri daha ağır bir cezayı gerektirmeyen durumlarda 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu'nun görevi kötüye kullanmaya ilişkin hükümleri uygulanır.

Belediye, varlık ve yükümlülüklerinin ayrıntılı bir şekilde yer aldığı malî tablolarını üçer aylık dönemler hâlinde İçişleri Bakanlığı'na, Maliye Bakanlığı'na, Devlet Plânlama Teşkilatı Müsteşarlığı'na ve Hazine Müsteşarlığı'na gönderir.

Belediyelerin mali denetimi 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu hükümlerine göre yapılmaktadır.

C. TUSAT (MORTGAGE)

5582 sayılı Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, 6 Mart 2007 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Kanun kapsamındaki ikincil düzenlemelerin bir kısmı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılacaktır. Bu çerçevede SPK, İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağını kamuoyunun görüşüne açmıştır. Aşağıda, bu tebliğ taslağı ile ilgili öneriler sunulmaktadır.

1. Tebliğ taslağında, teminat defterine kaydedilebilecek ipotekli kredinin teminatı olan gayrimenkulün piyasa değerinin, teminat defterine kaydedildiği tarihten önceki iki yıl

içinde hesaplanmış olması şartı öngörülmektedir. Ülkemizde gayrimenkul piyasası, çeşitli etkenlere bağlı olarak sürekli değişkenlik gösterdiğinden, teminat defterine kaydedilecek ipotekli kredinin teminatı olan gayrimenkulün piyasa değerinin, teminat defterine kayıt tarihine daha yakın bir zamanda (örneğin 6 ay önce) hesaplanmış olmasının daha yararlı olacağı düşünülmektedir.

2. Taslakta, ihracçının teminat defterine kaydedebileceği türev sözleşmelerin nitelikleri düzenlenmiştir. Düzenleme ile, sözleşmenin karşı tarafının, kurulduğu ülke yetkili otoritesi tarafından yetkilendirilmiş bir banka, kredi kuruluşu, sigorta şirketi veya merkezi takas kuruluşu olması gerektiği belirtilerek, karşı taraf tanımını içerisine aracı kurumların alınmadığı görülmektedir. Bu durumda sadece ilgili maddede tanımlanan kurumlar ihracçı tarafından tercih edilebilecektir. Karşı taraf tanımının aracı kurumları da içerecek şekilde genişletilmesini önermekteyiz.
3. Stres testleri ile ilgili bölümde, net bugünkü değer uyumunun faiz oranları ve kurlardaki muhtemel değişikliklere dayanıklılığı ölçülmektedir. Burada, faiz oranındaki değişikliklerin etkisini ölçmek için her bir vadede geçerli olan faiz oranının 500 baz puan artırılması ve azaltılması, kurlardaki değişikliğin etkisini ölçmek için döviz satış kurunun %50 artırılması ve azaltılması öngörülmektedir. Stres testlerinde kullanılan baz puan ve oranın başlangıçta daha düşük seviyelere çekilebileceği düşünülmektedir. Gelişmeler doğrultusunda, gerekli gördüğü durumlarda söz konusu testlerde kullanılacak baz puan ve oranı artırma ve azaltma yetkisini SPK'nın kullanabileceği belirtilebilir.
4. Tebliğ Taslağı'nda seçilerek teminat sorumlusu olarak atanan bağımsız denetim kuruluşunun belirlenecek azami bir süre için görev almasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

D. SONUÇ VE ÖNERİLER

Uzun yıllar boyunca Hazine'nin yüksek borçlanma ihtiyacı sonucu kamunun hakim olduğu sermaye piyasalarında, ekonomik koşulların iyileşmesiyle beraber, diğer borçlanma araçlarının da hayat bulmasına yönelik atılacak adımlar, gerek ihracçılar, gerekse yatırımcılar açısından çeşitlilik sağlayacaktır. Raporla 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 %0'a indirilmesi,
2. DİBS'lerden alınmayan SPK Kayda Alma Ücretlerinin gözden geçirilmesi, oranın düşürülmesi ile beraber, toplam ücret tutarına bir üst limit getirilmesi,
3. Özel sektör borçlanma senetleri kaydi sistemde takip edileceğinden dolayı şekil şartları ile ilgili tebliğin kaldırılması,
4. Derecelendirmenin, ihracçı açısından zorunlu kılınmaması, ancak SPK'nın, kurumsal yatırımcılar için "yatırım yapılabilir" veya "spekülatif yatırım" kategorisinde derece alan menkul kıymetlere yapabilecekleri yatırım limitlerini belirlemesi,
5. 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,
6. Menkul kıymetleri halka arz edilmiş sayılan ve organize piyasaya kote olmuş şirketlerin ve yerel yönetimlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tam olarak uyması, kamuyu aydınlatma ilkelerinde taviz düşünülmemesi,

7. Yatırımcı güvenini sağlamak için ÖSBA'nın Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınması,
8. İMKB veya diğer organize piyasalar bünyesinde ayrı bir ÖSBA Repo-Ters Repo Pazarı'nın kurulması,
9. Mevzuatın ihraç limitlerini düzenleyen hükümlerinin Uluslararası Finansal Raporlama Sistemine uygun olarak yeniden tanımlanması,
10. Derecelendirilmiş, veya banka garantisi olan ihraçlarda ihraç limiti katsayısının özsermayenin 6 katı olarak belirlenmesi,
11. Tahvil-bono tanımlarında Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri baz alınarak "1 yıldan kısa" ve "1 yıldan uzun" ayırımının yapılması, mevzuatın sadeleşmesi,
12. Ürünleri tanımlayan tebliğlerde, gerek olmadıkça "vade iki yıldan az, yedi yıldan çok olamaz" şeklinde vade sınırlamalarına yer verilmemesi,
13. Tebliğlerde kupon ödeme zamanlarının belirlenmesi yerine, ihraççının ilk ihraç aşamasında ödeme planını sunmasının yeterli olması,
14. Mevzuatta özel sektör borçlanma araçlarının fiyat-getiri hesaplama formüllerine yer verilmemesi, ancak metodun izahnamede yayınlanması,
15. İcra İflas Kanunu'nda yapılabilecek düzenlemelerle tahvil alacaklarının çek ve poliçe alacaklıları karşısındaki dezavantajının giderilmesi, tasfiyede alacak sırasının öne alınması,
16. Özel sektör borçlanma araçlarından, örneğin yatırım yapılabilir derecesine sahip olanlar veya banka garantisi taşıyanlar gibi, belli koşullara sahip olanların disponibl değer olarak kabul edilmesi ile ilgili düzenleme yapılması,
17. İhraç sürecinin mümkün olduğunca basitleştirilmesi ve hızlandırılması,
18. İzahname ve sirkülerde doğrudan ihraç fiyatının değil, halka arz gününde ihraç fiyatının nasıl hesaplanacağına ilişkin yöntemin açıklanması,
19. Yeni ürünlerin (CLN-Credit Linked Notes, CDO-Collateralized Debt Obligations vb.) geliştirilmesine olanak tanıyacak esnekliklerin ve düzenlemelerin yapılması, önerilmektedir.

Mevzuatın gözden geçirilmesi aşamasında, en önemli konulardan biri yeni ürünlerin geliştirilmesine olanak tanıyacak esnekliklerin ve düzenlemelerin yapılması olacaktır. Özel sektör borçlanma araçları, şirketlerin finansmanı açısından ve yatırımcı taleplerine karşılık vermesi açısından çok zengin çeşitlilik sunan bir ürün grubudur. Örneğin farklı döviz cinsleri üzerine, sabit faizli veya değişken faizli, farklı değişkenlere endeksli, farklı kredi derecelerine sahip, değişik menkul kıymetleştirme olanakları sunan, çeşitli opsiyonlarla paketlenen (hisse senedi ile değiştirilebilir, çağırılabilir vb.) ürünler yaratılabilmektedir.

Ülkemizde de örneğin, döviz cinsinden borçlanma aracı ihraç edilmesine olanak sağlanmalıdır. Bu imkân öncelikle faaliyetleri döviz dayalı olan şirketlerce ilgi çekecektir. Böylece, döviz dayalı banka kredilerine alternatif bir finansman aracı daha yaratılmış olacaktır.

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 çizebilir (endeksin ihraçla ilgili kesimlerden bağımsız bir kurum tarafından hesaplanıp yayınlanıyor olması, objektif kriterlere ve metodolojiye dayalı olması vb.). Böylece döviz, 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.

Önerilen değişikliklerin düzenleyici kurumlarla işbirliği içinde bir an önce hayata geçirilmesi, ülkemizde uzun yıllardır eksikliği hissedilen bu piyasanın yeniden işlerlik kazanması açısından çok büyük önem taşımaktadır.

III. TÜREV ÜRÜNLER

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, spot piyasaların yanında vazgeçilmez bir unsur olarak görülen vadeli işlem piyasalarının eksikliği, ülkemizde uzun yıllardan beri hissedilmiştir. Bunun için 1999 yılında Sermaye Piyasası Kanununda değişiklik yapılarak ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon borsası kurulabilmesi için gerekli yasal altyapı oluşturulmuştur.

A. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI A.Ş.

Ekim 2001'de Bakanlar Kurulu Kararı ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin (VOB) kurulmasına izin verilmiştir. 4 Temmuz 2002 tarihinde resmi kuruluşu tamamlanan VOB, işlemlere 4 Şubat 2005 tarihinde başlamıştır.

Borsanın TOBB, İMKB, İzmir Ticaret Borsası, TSPAKB ve finansal kuruluşlar olmak üzere 11 hissedarı bulunmaktadır.

VOB'da dört ayrı piyasa mevcuttur:

- 1-Hisse Senedi
- 2-Döviz
- 3-Faiz
- 4-Emtia

Hisse senedi piyasasında; hisse senedi endekslerine ve doğrudan hisse senetlerine dayalı, Döviz piyasasında; yabancı paralara dayalı, Faiz piyasasında; hazine bonusu, devlet tahvili veya diğer kısa veya uzun vadeli faiz oranlarına dayalı, Emtia piyasasında ise sayılanların dışında kalan emtia ve diğer dayanak varlıklara dayalı sözleşmelerde işlem yapılabilmektedir.

VOB'daki sözleşme çeşitleri de piyasalara paralel olarak başlıca dört kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar; Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Döviz VİS), Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Faiz VİS), Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Endeks VİS) ve Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleridir (Emtia VİS). Her kategori altında farklı özelliklere göre çeşitli ürünler bulunmaktadır.

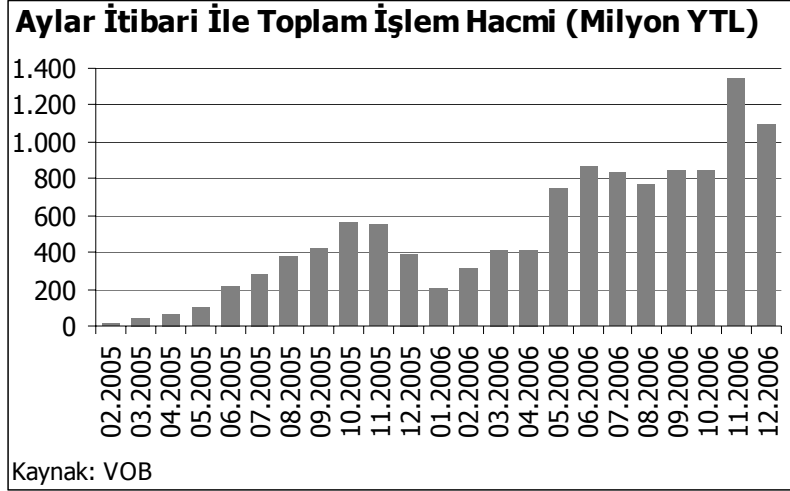
Borsada, Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında YTL/Dolar ve YTL/Euro kurları; Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında DİBS 91, DİBS 365 faiz endeksleri ve gösterge DİBS endeksleri; Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında İMKB-30 ve İMKB-100 endeksleri; Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında da Ege Pamuk, Anadolu Kırmızı Buğday ve Altın sözleşmeleri olmak üzere toplam 10 ürün işlem görmektedir.

2006 yılının Nisan ayında ilk defa G-DİBS adı verilen ve "Gösterge DİBS"e dayalı sözleşmeler işlem görmeye başlamıştır. Gösterge DİBS, spot piyasadaki mevcut ve potansiyel işlem hacmi ile diğer kriterler göz önüne alınarak Borsa tarafından belirlenmektedir.

1. İŞLEM HACMİ

2006 yılında toplam işlem hacmi, pozisyon kapamalar dahil 17 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında ise, VOB'un faaliyete geçtiği ilk yıl olması nedeniyle 4 Şubat-30 Aralık 2005 tarihleri arasındaki 11 aylık dönemde toplam işlem hacmi, pozisyon kapamalar dahil 3 milyar YTL olarak gerçekleşmişti. Buna göre, VOB ikinci yılında ilk yılın altı katı kadar işlem hacmi yaratmıştır.

Borsanın işlemlere başladığı ilk ay olan Şubat 2005'te 16 milyon YTL'lik işlem gerçekleştirilmiştir. İzleyen aylarda sürekli artış gösteren işlem hacmi, Ekim 2005'te 561 milyon YTL'ye yükselmiştir. Piyasaların genelindeki olumlu hava ve İMKB endekslerindeki yükseliş, VOB işlem hacmini de olumlu etkilemiştir. Ancak, Kasım 2005'ten itibaren gerilemeye başlayan işlem hacmi, 2006 yılının Ocak ayında 210 milyon YTL'ye kadar düşmüştür.



Özellikle finansal dalgalanmanın yaşandığı Mayıs ve Haziran aylarında VOB'taki işlem hacmi artmış ve 865 milyon YTL'ye yükselmiştir. Bu artışta riskten korunmak isteyen yatırımcıların türev ürünleri tercih etmesi etkili olmuştur. Takip eden aylarda bu seviyelerde seyreden işlem hacmi, Kasım 2006'da 1 milyar YTL'yi aşarak 1,3 milyar YTL'ye ulaşmıştır. 2006 yılı Aralık ayı işlem hacmi 1 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Dayanak varlık bazında işlem hacmi dağılımında en büyük pay %61 ile Endeks sözleşmelerine aittir. 2005 yılında ise en büyük pay %77 ile Döviz sözleşmelerine aitti. Endeks sözleşmelerinin hacmi 2006 yılında 659 milyon YTL'den 10,6 milyar YTL'ye yükselerek 16 kat artmıştır.

Endeks sözleşmelerinin yaklaşık tamamı (%98) İMKB-30 sözleşmelerine aittir. İMKB-100 endeksine dayalı sözleşmelerin payı ise %2 dolaylarındadır.

Endeks sözleşmelerinin ardından gelen Döviz sözleşmelerinin toplam içindeki payı %39'dur. Döviz sözleşmelerinin işlem hacmi payı 2005 yılına göre 3 kat artarak 2,2 milyar YTL'den 6,7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Ancak işlem hacmindeki payı %77'den %39'a gerilemiştir. Endeks sözleşmeleri ile Döviz sözleşmeleri 2006 yılında tüm hacmin %99,8'ini oluşturmuştur.

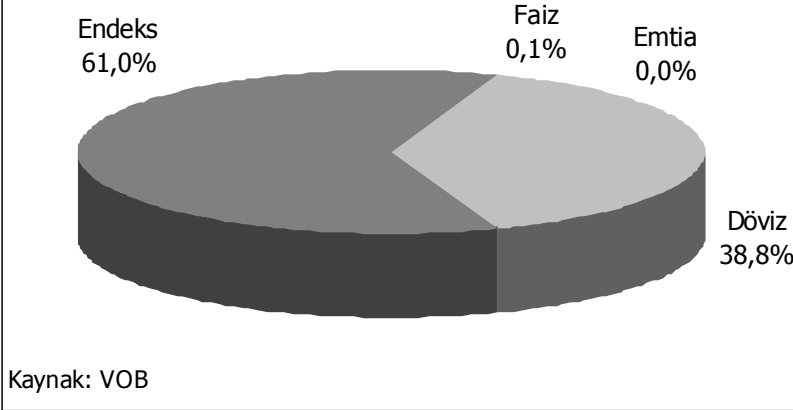
Döviz işlemlerinin kendi içindeki dağılımında, işlem hacminin %94'ü Dolar sözleşmelerine, %6'sı ise Euro sözleşmelerine aittir. 2005 yılında bu dağılım hemen hemen aynı olmakla beraber, işlem hacminin %96'sı Dolar sözleşmelerine, %4'ü ise Euro sözleşmelerine aitti.

Faiz sözleşmelerinin toplam işlem hacmindeki payı binde ikidir. 2005 yılında 20 milyon YTL olan faiz sözleşmelerinin işlem hacmi %30 artarak 26 milyon YTL'ye yükselmiştir. Ancak yine de endeks ve faiz sözleşmelerine göre oldukça düşük bir işlem hacmine sahiptir. İşlem hacmine en önemli katkısı 2006 yılı Nisan ayında işlem görmeye başlayan G-DİBS sözleşmeleri yapmıştır. İşlemlerin tamamına yakını bu sözleşmelere aittir. 2006 yılında DİBS-365 sözleşmesi bir kez işlem görmüş, DİBS-91 sözleşmesi işlem görmemiştir.

2005 yılında ise faiz sözleşmelerindeki işlem hacminin %56'sı DİBS-91, geriye kalan %44'ü de DİBS-365 sözleşmelerine aitti.

Emtia sözleşmelerinde 2006 yılında mevcut Anadolu Kırmızı Buğday ve Ege Pamuğuna ek olarak Mart ayından itibaren Altın sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır. İşlem hacmi önceki yıla göre beş kat artmış ancak Emtia sözleşmelerinin toplam işlem hacmindeki payı onbinde üçten onbinde ikiye gerilemiştir. İşlem hacminin tamamı Altın sözleşmelerine ait olup Buğday sözleşmeleri 2006 yılında hiç işlem görmemiştir.

Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmi Dağılımı

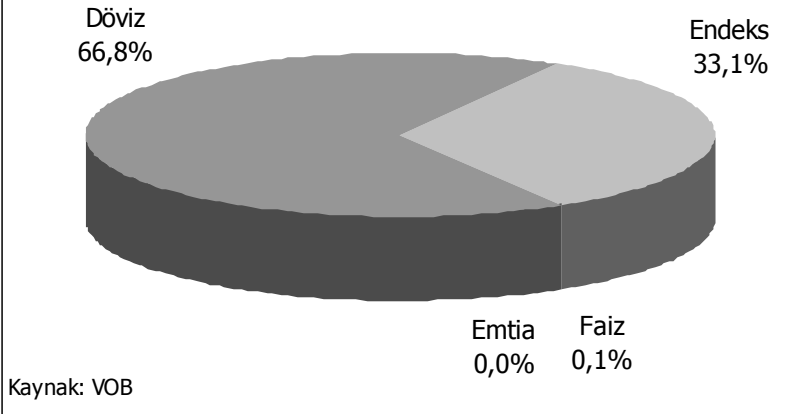


2. İŞLEM ADETLERİ

İşlem adedi cinsinden toplam işlem hacminin en büyük kısmını %67 ile dövize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri oluşturmuştur. Ardından gelen endekse dayalı sözleşmeler, toplam işlem adedinin %33'ünü oluşturmuştur. Faiz sözleşmelerinin payı on binde beş, emtia sözleşmelerinin ise onbinde iki olmuştur.

2005 yılında ise bu kompozisyon daha farklıydı. Borsanın faaliyete geçtiği ilk yılda, dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin payı %90,5 ile daha yüksek, endekse dayalı sözleşmelerin ise %9,3 ile daha düşüktü.

Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Sayısal Dağılımı

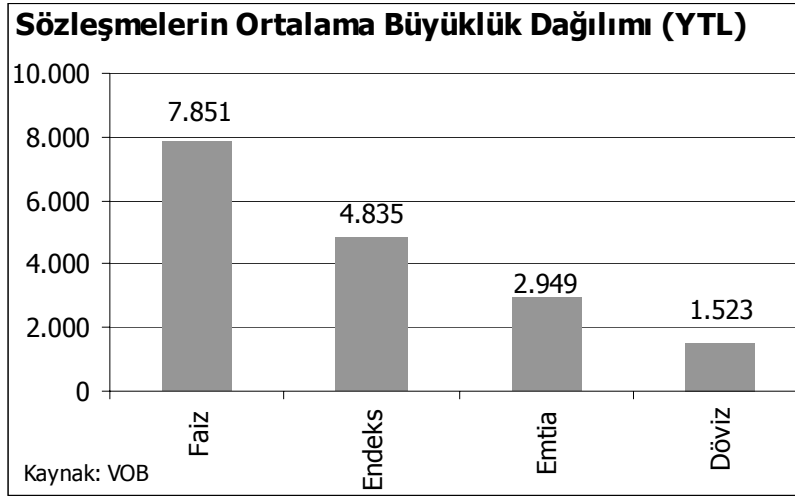


Dövize dayalı sözleşmeler 2005 yılında hem sayı hem de değer olarak en büyük payı oluşturmaktayken, 2006 yılında sayı olarak birinciliğini korumuş, ancak işlem hacmi değeri

açısından endeks sözleşmelerinin ardından gelmiştir. Adet olarak hacmin %67'sini oluşturan dövize dayalı sözleşmeler, YTL bazında hacimde %39'luk bir paya sahiptir. Bu da sözleşme büyüklüğünün görece düşük olmasından kaynaklanmaktadır. 2005 yılında dövize dayalı sözleşmelerin ortalama değeri 1.397 YTL iken 2006 yılında 1.523 YTL'ye yükselmiştir.

Endekse dayalı sözleşmelerde ise tersine bir durum söz konusudur. İşlem adedi açısından %33 payı olan endeks sözleşmelerinin YTL bazındaki işlem hacmindeki payı %61'dir. Endekse dayalı sözleşmelerin ortalama büyüklüğü döviz işlemlerine göre yüksek olup 2005 yılındaki 3.994 YTL seviyesinden 4.835 YTL'ye yükselmiştir.

En yüksek ortalama değer, işlem adedi açısından on binde beş paya sahip olan faize dayalı sözleşmelere ait olup 7.851 YTL tutarındadır. Emtia sözleşmelerinin ortalama değeri ise 2.949 YTL'dir.



3. AÇIK POZİSYON SAYILARI

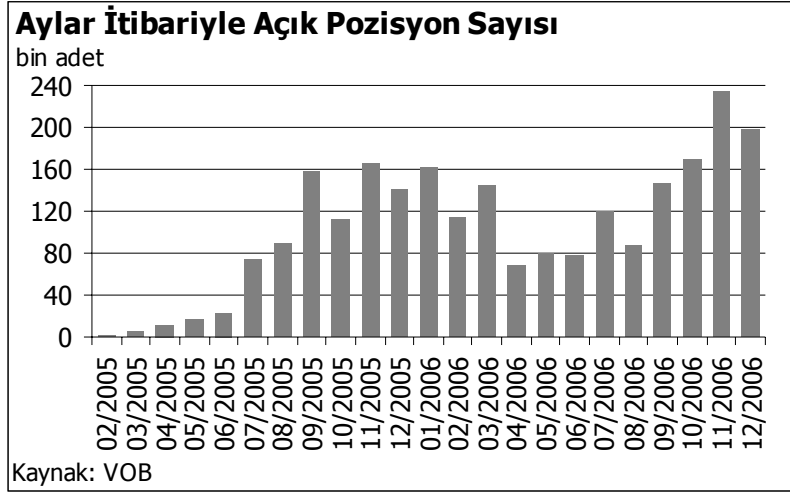
Vadeli işlemler piyasalarında uzun ve kısa pozisyon alınabilmektedir. Uzun pozisyon, alım yönünde net pozisyona sahip olunmasıdır. Eğer ilk işlem alım yönündeyse yatırımcı uzun pozisyon almış olmaktadır.

Kısa pozisyon ise uzun pozisyonun tam tersidir. Sahip olunan pozisyon satış yönünde ise, bu kısa pozisyonudur. Eğer ilk işlem satım yönündeyse yatırımcı kısa pozisyon almış olmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmesinde, uzun veya kısa pozisyon tutan yatırımcı açık pozisyonudur. Uzun pozisyonu olan yatırımcı kredili alış işlemi, kısa pozisyonu olan yatırımcı ise açığa satış işlemi yapmış gibidir. Piyasada sahip olunan pozisyonun aksi yönünde işlem yaparak pozisyon kapatılmaktadır.

Piyasanın açık pozisyon durumu, pozisyon kapatma ve yeni pozisyon alma işlemleri netleştirildikten sonra, vadeli işlem sözleşme yükümlülükleri devam eden katılımcıların tuttıkları açık pozisyon sayısını gösterir. Açık pozisyon sayısı, piyasadaki uzun ve kısa pozisyon sayısının ayrı ayrı toplamalarına eşittir.

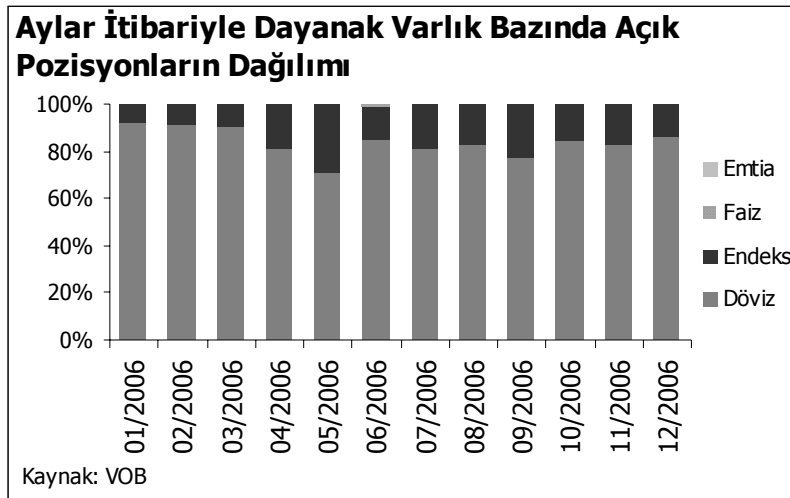
Açık pozisyon sayısının yükselmesi yatırımcıların vadeli işlemlerle kendilerini risklerden korumaya yöneldiğini ve piyasadaki likiditenin arttığını göstermektedir.



İşlem hacmi ve sayısına paralel olarak, açık pozisyon sayıları da artış göstermektedir. İşlemlerin başladığı ilk ay olan Şubat 2005 sonunda, açık pozisyon sayısı 2.438 olarak gerçekleşmiştir. Yıl içinde düzenli bir artış gösteren açık pozisyon sayıları Kasım 2005'te 164.914'e yükselmiştir. Aralık 2005'te, yıl sonu nedeniyle çoğu kurumun pozisyonlarını kapatmaları, açık pozisyon sayısını 140.159'a düşürmüştür.

2006 yılının ilk üç ayında yüzbinin üzerinde olan açık pozisyon sayısı Nisan ayında 68.000'e düşmüş ve sonraki dört ay dalgalı bir seyir izlemiştir. Bunda Mayıs, Haziran aylarındaki finansal dalgalanmanın etkisi vardır. Eylül'de ise tekrar yükselişe geçen açık pozisyon sayısı Ekim ve Kasım aylarında arka arkaya rekor kırmış ve 234.000'e yükselmiştir. Piyasaların genelindeki olumlu hava ve İMKB endekslerindeki yükseliş VOB işlem hacmini olumlu etkilerken, açık pozisyon sayısını da yükseltmiştir. Aralık ayında ise bir önceki yıl olduğu gibi pozisyon kapatmalar nedeni ile açık pozisyon sayısı 198.000'e gerilemiştir.

Açık pozisyon sayılarının dayanak varlık bazında dağılımında, tüm aylarda, en yüksek pay döviz sözleşmelerine aittir. 2005 sonunda %96 olan döviz sözleşmelerine ait açık pozisyonların payı yıl içinde gerileyerek Aralık ayı sonunda %86'ya inmiştir. Bu gerilemede endeks sözleşmelerine ait açık pozisyonların artması etkili olmuştur.



Endekse dayalı sözleşmelerin payı, döviz sözleşmelerinin aksine, yılın başında daha düşükken yıl sonuna doğru artmıştır. 2005 yılı sonunda endeks sözleşmelerine ait açık pozisyonların payı %4 iken, 2006 sonunda bu oran %14'e yükselmiştir.

Döviz sözleşmelerine benzer şekilde, faiz sözleşmelerine ait açık pozisyonların payı da yıl içerisinde gerilemiştir. 2005 sonunda binde bir olan pay, sifra gerilemiştir.

Emtiaya dayalı sözleşmelerin payı ihmal edilecek kadar düşüktür. 2006 yılı içinde ay sonları itibarıyla buğday ve pamuğa ait sözleşmelerde açık pozisyon oluşmamış, yeni işlem görmeye başlayan altının açık pozisyon sayısı ise Nisan ayında 126'ya çıkmış, yılı ise 4 açık pozisyonla kapatmıştır.

4. 2006 YILI DEĞERLENDİRMESİ

Şubat 2005'te işlemlere başlayan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. ikinci yılında hızla yükselen bir işlem hacmi sergilemiştir. İlk yıldan farklı olarak, en yüksek hacim endekse dayalı sözleşmelerde, özellikle İMKB-30 sözleşmelerinde gerçekleşmiştir. En yüksek sayıda işlem, döviz dayalı sözleşmelerde, özellikle de Dolar sözleşmelerinde olmuştur.

Faiz ve emtia sözleşmelerinde, hacim ve işlem adedi çok düşük seviyelerde gerçekleşmiştir.

Yıl içinde işlem görmeye başlayan G-DİBS sözleşmeleri yatırımcılar tarafından DİBS-360 ve DİBS-91 sözleşmelerine göre daha fazla tercih edilmiştir. Hatta 2006 yılında DİBS-91 sözleşmesi hiç işlem görmemiştir.

Benzer şekilde, yıl içinde işlem görmeye başlayan altın sözleşmeleri de emtia sözleşmeleri içerisinde yer alan pamuk ve buğday sözleşmelerine kıyasla yatırımcılar tarafından tercih edilmiştir. Yıl içinde buğday sözleşmesi işlem görmezken, Mayıs ayından itibaren pamuk sözleşmesi de işlem görmemiştir.

B. SONUÇ VE ÖNERİLER

VOB'un ve tezgâhüstü piyasalarda işlem gören türev ürünlerin gelişimi göz önüne alındığında, türev araçların sermaye piyasamızda daha fazla yer almaya başladığı görülmektedir. Bununla beraber, türev ürünlerin dünyadaki gelişimi ve çeşitliliği dikkate alındığında ise daha gelişme kaydedilecek çok alan olduğu bilinmektedir.

Çalışma Grubu, organize ve tezgâhüstü piyasaları kapsayan önerilerini aşağıda sunmaktadır.

1. VOB'un teknolojik altyapısını gözden geçirip, bir an önce uzaktan erişime imkân verecek bir yapıya kavuşması arzu edilmektedir. Uzaktan erişimin yatırımcı işlemlerinin daha hızlı değerlendirilmesini sağlayacağı düşünülmektedir. Gerekli teknoloji yatırımlarının bir an önce yapılması piyasanın sağlıklı gelişmesi için hayati öneme sahiptir.
2. VOB'da işlem gören kontratlar değerlendirildiğinde bazı sorunlar olduğu görülmektedir. Faize dayalı ürünler ve emtia kontratları işlem görmemektedir. Oysa global gelişmelere bakıldığında dünyada en yoğun işlem gören ürünlerin faize dayalı kontratlar olduğu görülmektedir. VOB'da faiz kontratlarının talep görmemesinin sebepleri araştırılmalı, piyasa katılımcıları tarafından daha çok kabul görecektir dayanak varlıklar tespit edilmeye çalışılmalıdır. Faiz göstergesi olarak yeni dayanak varlıkların belirlenmesi, ürün çeşitliliğinin artmasına katkıda bulunacaktır. İşlem görmeyen kontratların kaldırılması düşünülmelidir.
3. VOB'da tek hisse senedine dayalı vadeli işlemlerin bir an önce başlatılması önerilmektedir. VOB'un konuyla ilgili girişimleri olmakla beraber, sürecin hızlandırılması piyasanın gelişimine katkıda bulunacaktır. Ancak tek hisse senedine dayalı vadeli

işlemlerin sağlıklı olarak işleyebilmesi için, spot piyasadaki ödünç ve açığa satış işlemlerinin de daha hızlı yürütülmesi gerekmektedir. Bunun için açığa satış süreçlerinin gözden geçirilmesi önerilmektedir.

4. VOB'da opsiyon kontratlarının başlatılması önerilmektedir. Başlangıçtaki opsiyon kontratlarının, piyasada en çok işlem gören vadeli kontratların dayanak varlıkları üzerine olması uygun görülmektedir. Örneğin opsiyon piyasası, İMKB-30, Dolar, Euro kontratları ile hayata geçirilebilir. Zaman içinde bu kontratların diğer ürünlere doğru çeşitlendirilmesi gündeme gelebilir.
5. VOB'da işlem gören kontratlar üzerindeki %0 stopaj oranı, kalıcı hale getirilmelidir.
6. VOB'un tanıtım faaliyetleri, TSPAKB, Takasbank, MKK gibi kurumların işbirliği ile daha yaygın ve etkin bir şekilde yürütülmelidir.
7. Vadeli işlem kontratlarının saklamacı kuruma veya başka bir kuruma devredilebilmesine ilişkin olarak Takasbank bünyesinde yürütülen çalışmanın bir an önce sonuçlandırılması beklenmektedir. Bu gelişmenin özellikle yabancı yatırımcıların ilgisini artırması beklenmektedir. Öte yandan bu gelişme, yatırımcılara bir kurumdan açılan pozisyonu başka kurumdan kapatma olanağı verecektir.
8. Son zamanlarda bankacılık sektöründe mevduatla beraber paketlenmiş türev ürünlerin giderek yaygınlaştığı izlenmektedir. Döviz opsiyonlarına bağlı mevduat ürünlerinin yanı sıra endeks opsiyonlarına dayalı ürünlerin de yaygınlık kazandığı görülmektedir. Ancak, aracı kurumların opsiyon kontratları ile yapabilecekleri işlemler konusunda bazı belirsizlikler bulunmaktadır. Bu sebeple aracı kurumların, bankalara benzer şekilde, örneğin hazine bonusu ve endeksi paketledikleri ürünleri yaratmalarının önünde bazı engeller bulunmaktadır.

Aracı kurumların türev ürünlerle ilgili faaliyetlerinin açıklığa kavuşturulması için Sermaye Piyasası Kurulu bir tebliğ taslağı hazırlamıştır. Çalışma Grubu, "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Taslağı"nın bir an önce yürürlüğe girmesini önermektedir. Bu gelişmeyle beraber piyasadaki ürün çeşitliliğinin önemli ölçüde artması beklenmektedir.

9. Belirli kontratlarda, özellikle tek hisse senedine bağlı kontratlarda, piyasa yapıcılığı sisteminin getirilmesi önerilmektedir.
10. VOB'daki endeks kontratlarının daha verimli işlemesi için İMKB-30 Borsa Yatırım Fonunun hayata geçirilmesi gerekmektedir. Bu konudaki çalışmaların hızlandırılması önerilmektedir.

IV. YATIRIM FONLARI

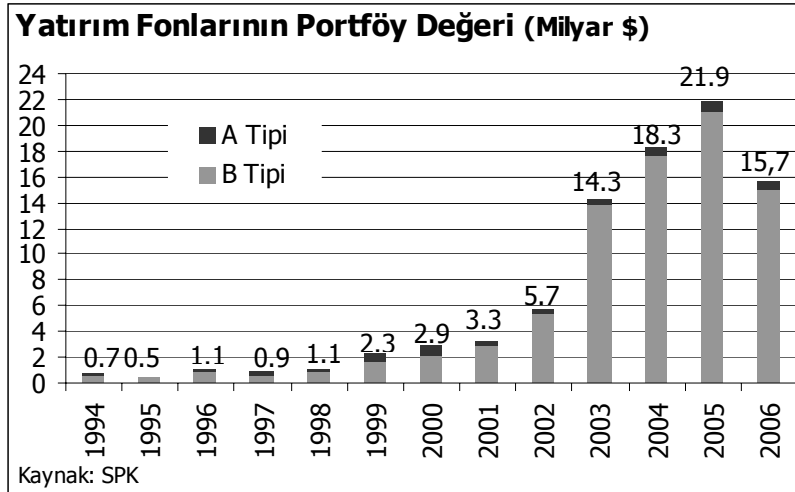
Global alanda en önemli yatırımcı kitlesini oluşturan kurumsal yatırımcılar, ürün çeşitliliği açısından çok önemli bir zenginlik sunmaktadır. Örneğin borsa yatırım fonları, hedge fonlar, fon sepetleri gibi fon türleri, bunların yatırım yaptıkları araçlar ve yatırım stratejileri düşünüldüğünde, kolektif yatırım araçlarının neredeyse sonsuz bir zenginlik içerdiği görülmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu, 2006 yılından itibaren çeşitli tebliğlerle yatırım fonu çeşitliliğinin artırılması için öncülük etmektedir. Çalışma Grubu, öncelikle yatırım fonu pazarındaki mevcut durumu ele almakta, ardından önerilerini sunmaktadır.

A. YATIRIM FONLARININ PORTFÖY DEĞERİ

2006 yıl sonu itibarıyla Türkiye’de çeşitli aracı kuruluşlarca kurulmuş olan 122 adet A tipi ve 163 adet B tipi yatırım fonu bulunmaktadır. 2005 sonunda ise fon sayıları A tipi için 126, B tipi için 149’dur.

Yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 2006 yılında YTL bazında %25 azalarak 29 milyar YTL’den 22 milyar YTL’ye gerilemiştir. Dolar bazında ise 22 milyar \$’dan 16 milyar \$’a, %29 oranında düşmüştür. Piyasalarda Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanma, fonları olumsuz etkilemiştir.

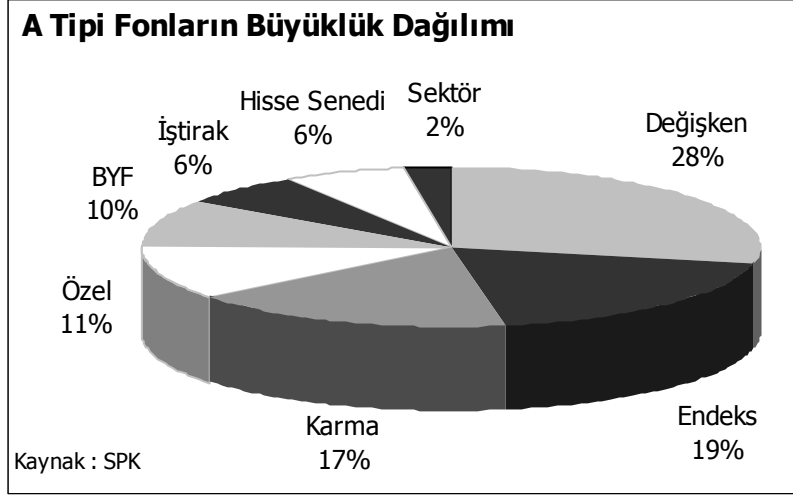


A tipi fonların toplamdaki payı 592 milyon dolar ile %3,8 ve B tipi fonların payı ise 15,1 milyar dolar ile %96,2 olmuştur. Bu dağılım 2005 yılına göre değişiklik göstermemiştir.

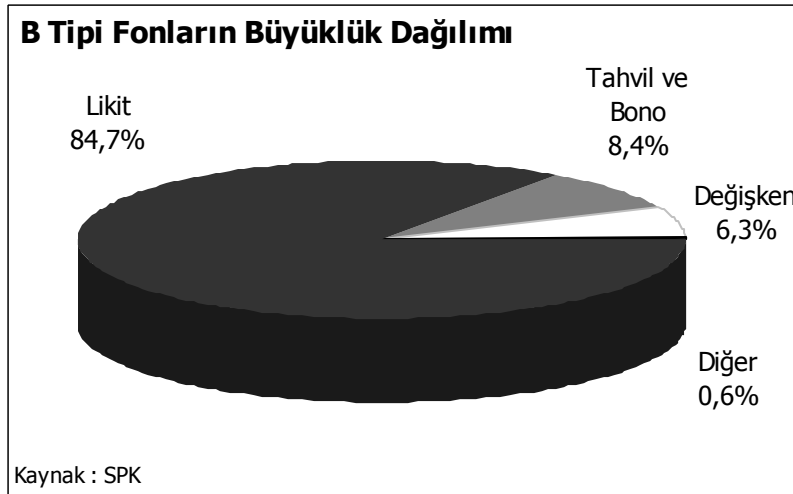
Yukarıdaki değerlere Borsa Yatırım Fonları da dahildir. Nisan 2004’te SPK’nın yayınladığı bir tebliğle hukuki çerçevesi çizilen Borsa Yatırım Fonlarının (BYF) ilk örneği Eylül 2004’de kurulmuş ve Ocak 2005’te İMKB’de halka arz edilerek işlem görmeye başlamıştır. BYF’lerin ikincisi Aralık 2005’te, diğer dört tanesi de 2006 yılında işlem görmeye başlamıştır.

B tipi fonlarda sayısal açıdan 57 adet ile Değişken fonlar, 49 adet ile Likit fonlar, 45 adet ile Tahvil-Bono fonları en yaygın fonlardır.

Portföy büyüklüğü açısından Likit fonlar, toplam 18 milyar dolar büyüklük ve B tipi fonlar içerisinde %85 pay ile diğer fonların çok önüne geçmektedir. Bunun başlıca nedeni kısa vadeli sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan Likit fonların, gün kaybı olmadan alınıp satılabilmesidir. Likit fonlar, en çok tercih edilen fon olmaya devam etmiştir.



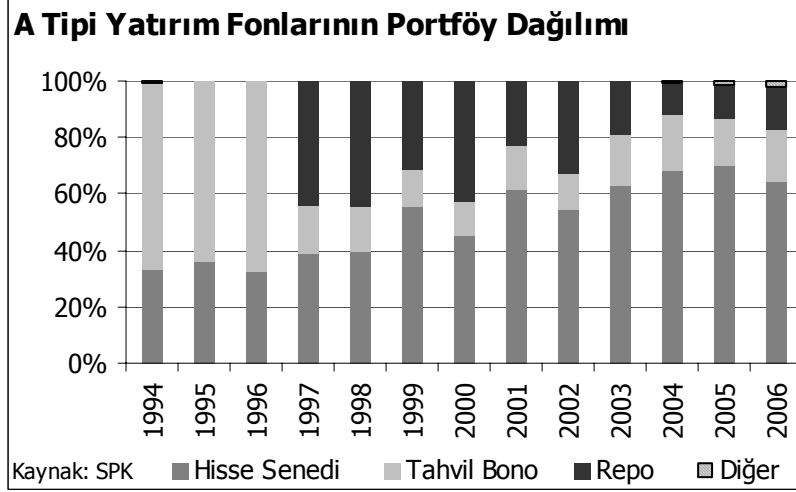
Likit fonları, 1,8 milyar dolar ile Tahvil Bono fonları ve 1,3 milyar dolar ile Değişken fonlar takip etmektedir. Özel fonların ve BYF'lerin portföy büyüklükleri ise sırasıyla 65 ve 38 milyon dolardır. Yabancı fonların portföy büyüklüğü 16 milyon dolar olup geriye kalan Altın, Bono Endeksi ve Karma fonların portföy büyüklüğü oldukça düşüktür.



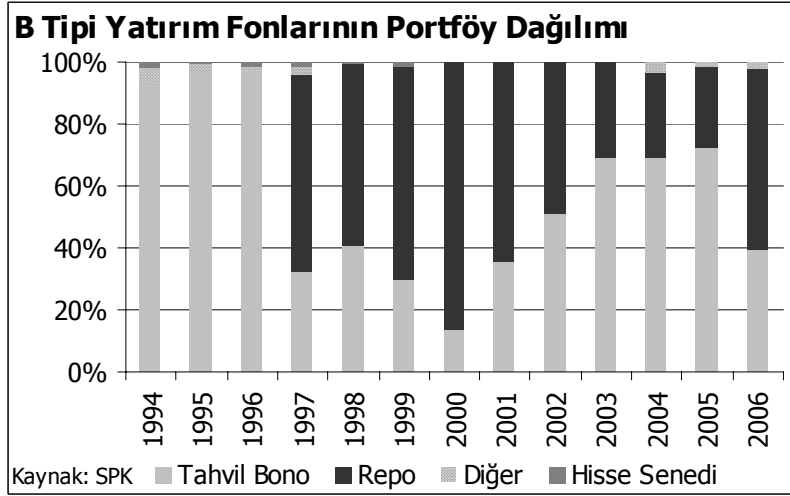
B. YATIRIM FONLARININ PORTFÖY DAĞILIMI

A tipi fonların portföy dağılımına bakıldığında, ilk yıllardaki tahvil bono ağırlığının son yıllarda hisse senedine kaydığı görülmektedir. 1994 yılında %34 olan hisse senedi ağırlığı, 2005 yılında %70'le en yüksek seviyesine çıkmış, 2006 yılında ise %65'e gerilemiştir.

Bu değişim; portföyünün en az %80'i belirli bir endeks kapsamındaki hisse senetlerinden oluşan endeks fonu gibi hisse senedi ağırlıklı fonların kurulması ile gerçekleşmiştir. Ayrıca 2004 yılında ilk defa kurulan Borsa Yatırım Fonlarının etkisiyle de A tipi fon portföyleri içinde hisse senedi yatırımları artmıştır. BYF'nin yaygınlaşmasıyla fon portföylerindeki hisse senedi oranının artması beklenmektedir.



B tipi fonların portföy dağılımına bakıldığında, 1994-1996 yılları arasında %90'ların üstünde olan tahvil bono ağırlığının, 1997 yılından itibaren yerini repoya bıraktığı gözlenmektedir. 2000 yılına kadar artış gösteren repo ağırlığı, bu yılda en yüksek seviyesine ulaşmış ve toplam portföylerin %86'sını oluşturmuştur. Ancak, 2001 yılından itibaren reponun ağırlığı azalmaya başlamıştır. 2005 yılında reponun B tipi fonlar içindeki ağırlığı %27'ye düşmüş, tahvil-bononun ise %72'ye çıkmıştır. Ancak 2006 yılında faizlerin yükselmesi ile reponun payı iki kattan fazla artarak %59'a yükselmiş, tahvil bononun payı ise %39'a gerilemiştir.



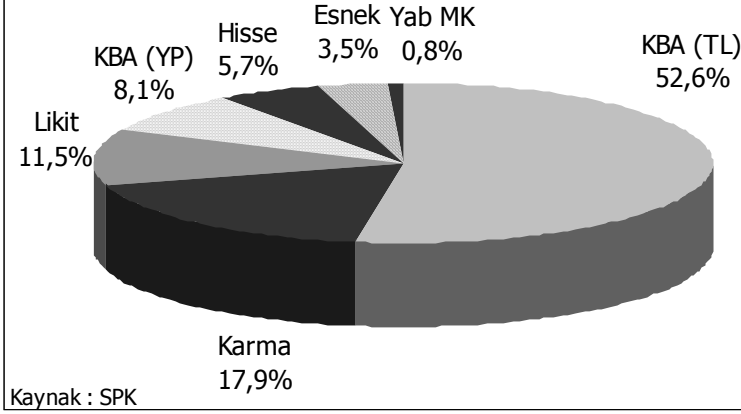
C. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

Bireysel emeklilik sistemi Eylül 2003'te uygulanmaya başlanmış olup hızlı bir gelişim göstermiştir. 2005 yılı sonunda 96 adet olan bireysel emeklilik yatırım fonu (EYF) sayısı 2006 yıl sonunda 102'ye çıkmıştır. Bu fonların toplam portföy büyüklüğü ise 909 milyon dolardan 2 milyar dolara yükselerek 2005 sonuna göre dolar bazında iki kattan fazla artmıştır.

Bireysel emeklilik fonları arasında 20 adet ile TL Cinsinden Kamu Borçlanma Araçları [KBA (TL)] fonları en yaygın olan fonlardır. İkinci sırada 18 adet ile Karma ve Yabancı Para Cinsinden Kamu Borçlanma Araçları [KBA (YP)] fonları, sonrasında 15 adet ile Likit fonlar gelmektedir.

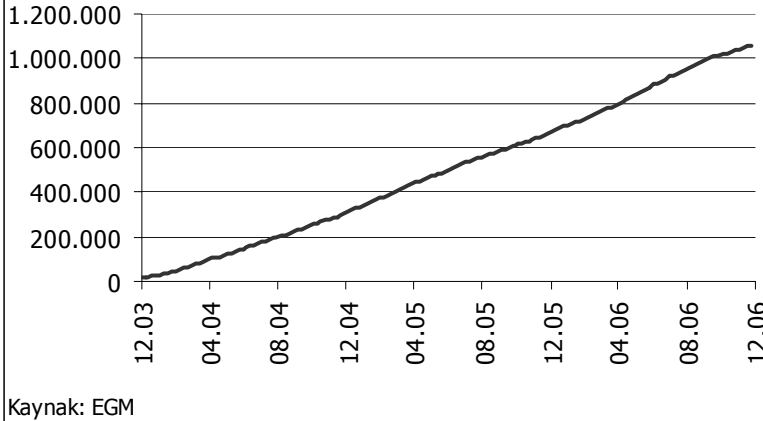
Portföy büyüklüğü açısından, %53 oranındaki payları ile KBA (TL) fonları en büyük paya sahiptir. Bunu %18 pay ile Karma fonlar, %12 ile Likit fonlar ve %8 ile KBA (YP) fonları izlemektedir. Geriye kalan Hisse, Esnek ve Yabancı Menkul Kıymet (Yab. MK) fonlarının toplam payı %10'dur.

Emeklilik Yatırım Fonlarının Büyüklük Dağılımı



Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), bireysel emeklilik sistemindeki katılımcılar ile ilgili veriler yayınlamaktadır.

Emeklilik Yatırım Fonlarındaki Yatırımcı Sayısı



EYF'lerdeki toplam yatırımcı sayısı 2003 yılı sonundaki 15.245 kişiden, 2004 yılı sonunda 314.010 kişiye, 2005 yılı sonunda 666.142 kişiye ve 2006 sonunda da 1.060.273'e yükselmiştir. EYF'lerin yatırımcı sayısı 2006 yılında %50 artmıştır. 1 milyon civarındaki katılımcı sayısına karşılık 2,8 milyon adet EYF hesabı bulunduğu dikkate alınırsa, bireysel emeklilik sistemine giren bir kişinin tasarruflarını ortalama 2 ila 3 emeklilik yatırım fonuna yönlendirdiği görülmektedir.

Bireysel emeklilik fonlarındaki yatırımcıların %40'ı 25-34 yaş aralığındadır. İkinci sırada, %34 pay ile 35-44 yaş grubu gelmektedir. Özetle, bireysel emeklilik sistemini tercih edenlerin dörtte üçü 25-45 yaş aralığındaki bireylerdir. Emeklilik yaşına yaklaşan veya emekli olmuş 56 yaş üzerinin payı %2'dir. Çalışma hayatına yeni başlayan, dolayısıyla nispeten düşük gelir seviyesinde ve düşük tasarruf eğiliminde olduğu tahmin edilen 25 yaş altındaki yatırımcıların toplamdaki payı %7'dir.

| EYF Yatırımcılarının Yaş Kategorilerine Göre Dağılımı | | | | |
|---|----------------|-------------|------------------|-------------|
| | 2005 | % | 2006 | % |
| 25 yaş altı | 54.480 | 8% | 78.778 | 7% |
| 25-34 yaş | 273.557 | 41% | 422.562 | 40% |
| 35-44 yaş | 222.494 | 33% | 356.447 | 34% |
| 45-55 yaş | 103.172 | 15% | 176.018 | 17% |
| 56 yaş ve üzeri | 12.439 | 2% | 26.468 | 2% |
| TOPLAM | 666.142 | 100% | 1.062.279 | 100% |

Kaynak: EGM

D. 2006 YILI DEĞERLENDİRMESİ

Sonuç olarak, 2006 yılında yatırım fonu pazarı dolar bazında %29 oranında küçülmüştür. A tipi fonlarda gerileme %23, B tipi fonlarda ise %29 olarak gerçekleşmiştir. Emeklilik yatırım fonu portföy büyüklüğü ise iki kattan fazla artış göstermiştir.

2004 yılında kurulan ve 2005 yılında ilk defa işlem görmeye başlayan Borsa Yatırım Fonlarının sayısı 2006 yılında altıya çıkmıştır. BYF'ları hem fon pazarındaki çeşitliliği hem de hisse senedi yatırımlarına ilgiyi artırmıştır.

Yatırım fonlarındaki toplam yatırımcı hesabı sayısı %6 oranında artış göstermiştir. 2003 yılının son çeyreğinde faaliyete geçen emeklilik yatırım fonları, portföy büyüklüğü ve yatırımcı sayısı açısından, ilk iki yılda olduğu gibi 2006 yılında da çok hızlı bir gelişme göstermiştir. Uzun vadeli yatırımlar olan bireysel emeklilik fonlarının, 2006 yılında yakaladığı istikrarlı büyümeyi devam ettirmesi ve önümüzdeki yıllarda kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesine önemli katkılarda bulunması beklenmektedir.

E. SONUÇ VE ÖNERİLER

1. Yatırım fonları ile ilgili analizde izleneceği üzere, yatırım fonlarının kullanabileceği araçların kısıtlı oluşu, fonlardaki çeşitliliği de kısıtlayan bir faktör olmaktadır. Şu an için yatırım fonlarının yatırım yapabildiği araçlar hisse senedi, DİBS ve repoda yoğunlaşmaktadır. Özel sektör borçlanma araçları olmadığından, türev ürünler üzerinde de çeşitli kısıtlar bulunduğundan, bu ürünler fonların yatırım stratejilerine gerektiği gibi dahil edilememektedir. Özel sektör borçlanma araçları ve türev ürünlerin yaygınlaşip çeşitlenmesi ile beraber yatırım fonlarında çeşitliliğin daha kolay artacağı düşünülmektedir.
2. VOB'da en yoğun işlem gören kontrat olan İMKB-30 endeksi vadeli işlem kontratıdır. Ancak bu ürünün spot piyasada işlem gören bir karşılığı bulunmamaktadır. Bu açıdan İMKB-30 endeksine dayalı bir borsa yatırım fonunun bir an önce hayata geçmesi hem ürün çeşitliliğini artıracak, hem de vadeli kontratın derinliğini artıracaktır. İMKB-30 borsa yatırım fonunun kurulması için kurumlar arası işbirliğinin artırılması ve sürecin hızlandırılması önerilmektedir.
3. Sermaye Piyasası Kurulunun garantili fonlar, korumalı fonlar, hedge fonlar, fon sepetleri konularında yayınlamış olduğu tebliğler piyasa katılımcıları ile yakın bir işbirliği içinde sonuçlandırılmıştır. Ürün çeşitliliğini önemli ölçüde artıran bu düzenlemelerin hayata geçirilme sürecindeki yakın çalışma olanağı, piyasa katılımcıları tarafından memnuniyetle karşılanmıştır. İlerideki aşamalarda da çalışmaların benzer yaklaşımla ele alınması yararlı olacaktır.

4. Yatırım fonlarının AB mevzuatına uyumu çerçevesinde portföy saklama hizmeti verebilecek kurumların belirlenmesi ve altyapılarının bu hizmeti vermeye uygun hale gelmesi gerekmektedir. Mevcut düzenlemeler sadece bankaların saklamacı kurum olabilmelerine imkân tanımaktadır. Gerekli koşulları yerine getiren aracı kurumların da bu kapsamda saklama hizmeti verebilmeleri sağlanmalıdır.
5. Yatırım fonlarının yabancı para cinsinden de ihraç edilebilmelerine olanak sağlanmalıdır. Bu imkân, Türkiye’de kurulu fonların yabancı yatırımcılara daha kolay pazarlanabilmesini sağlayacaktır.

V. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇLAR

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkeler incelendiğinde, yatırım araçlarındaki çeşitliliğin çok geniş bir alana yayıldığı görülmektedir. Çeşitlilik hem yatırımcının, hem de ihracçının ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Örneğin, belli bir para cinsindeki ana parasını dövizdeki dalgalanmalardan korumak isteyen, ancak bir yandan da belli bir hisse senedinin getirisine ortak olmak isteyen yatırımcılar, buna uygun ürün bulabilmektedirler. Veya belli bir döviz cinsinden 5 yıl vade ile borçlanıp, uygun koşullar sağlandığında tahvillerin itfasını hisse senetleri ile yapmak isteyen şirketler olabilir. Kısacası ürün çeşitliliği, öncelikle kişilerin veya kurumların finansal ihtiyaçlarını karşılamak için gereklidir.

Öte yandan finansal ürünlerin geliştiği ve çeşitlendiği ülkelerde finans sektörü daha sağlam bir yapıya kavuşmaktadır. Riskler ve yatırımlar farklı araçlara dağılmış olduğundan finansal krizlerin etkisi daha kolay atlatılabilmektedir. Kısacası ülkenin sistematik riski azalmaktadır.

Sistematik riskin azaltılması birkaç etkenle olmaktadır. Öncelikle kurumlar, artık risklerini yönetebilecekleri, örneğin vadeli işlemler gibi, araçlara sahiptirler. Ardından, portföy çeşitlendirmesi ile riskin dağıtılması mümkün olmaktadır. Bir diğer faktör, ihtiyaçlarına uygun ürünleri bulan yatırımcıların tasarruflarını bu piyasalara yönlendirmeleri sonucunda piyasaların ve ürünlerin derinleşmesidir. Derinleşmeyle beraber fiyat hareketlerindeki dalgalanmalar daha yumuşak hale gelmektedir. Son olarak, daha derin ve çeşitlendirilmiş piyasalarda faaliyet gösteren finansal kurumların gelir yapıları da bu çeşitliliği yansıtacaktır. Böylece, örneğin tek ürüne bağlı gelire sahip kurumlara göre daha sağlıklı faaliyet gösterebileceklerdir.

Kişiler ve kurumların finansal ihtiyaçlarını karşılama, risklerin yönetilebilmesini sağlama ve sistematik riski azaltma gibi etkilerin yanı sıra çeşitlilik, uluslararası rekabette de önemli bir rol oynamaktadır. Finansal ürün açısından zengin olan, risklerin kolay yönetildiği ülkeler, uluslararası yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Ülkemizde, 2003 yılından itibaren sürdürülen makroekonomik istikrarın sonucunda finans piyasalarında hızlı bir gelişim görülmektedir. Kamunun borçlanma gereği azaldıkça, piyasalardaki dışlayıcı etkisi azalmaktadır. Böylece yatırımcılar artık geleneksel yatırım araçlarının dışında ürünler de talep etmeye başlamaktadırlar. Bunların dışında mevzuatımızda da her geçen gün yeni bir finansal araca ilişkin değişiklikler yapılmaktadır.

Çok kısaca özetlemek gerekirse, son birkaç yıl içinde vadeli işlem kontratları ve borsa yatırım fonları hayata geçti. Açığa satış ve ödünç piyasaları konularında yoğun çalışmalar yürütüldü. henüz istenen derinliğe sahip olmamalarına rağmen, bu piyasalar da faaliyete geçti. Bireysel emeklilik sistemi hızla büyümeye devam etmekte. Tezgahüstü opsiyonlar, özellikle bankalar tarafından giderek daha fazla kullanılmaktadır. En yeni gelişmeler olarak da mortgage sisteminden, garantili ve korumalı fonlardan, serbest fonlardan bahsetmek mümkündür.

Bütün bu olumlu gelişmelere karşın, sermaye piyasamız en temel finansal araç olan özel sektör borçlanma araçları konusunda çok geride kalmaktadır. Özel sektör borçlanma araçlarına işlerlik kazandırılması ürün zenginliğini bir anda katlayarak artıracaktır. Yerel yönetimler de bundan yararlanacak, kendi borçlanma araçlarının ihracı kolaylaşmış olacaktır.

Türev ürünler konusunda ise, tek hisse senedine bağlı vadeli işlemlerin, opsiyonların ve warrantların da piyasaya tanıtılmasının zamanı geldiği düşünülmektedir. Bu kapsamda İMKB-30 Borsa Yatırım Fonunun da bir an önce kurulması çok yararlı olacaktır.

EK 1: TSPAKB'NİN ÇALIŞMA GRUPLARI KURULMASINA İLİŞKİN GENEL MEKTUBU

İstanbul, 16 Ocak 2007

2007/43

GENEL MEKTUP

No: 490

Konu: Birliğimiz koordinasyonunda kurulacak Çalışma Grupları hk.

SAYIN ÜYEMİZ,

Bilindiği üzere, Birliğimiz, sermaye piyasasını ve aracılık faaliyetlerini geliştirme amacı doğrultusunda, Mayıs 2006'da aracı kurumlarımızı kapsayan bir çalışma yapmıştır. Bu çalışma sonunda aracı kurumların faaliyetlerini sürdürürken yaşadıkları çeşitli sorunlar tespit edilmiş ve sektör katılımcıları ile paylaşılmıştır. Birliğimiz, tespit edilen sorunlara yönelik çözüm önerileri geliştirmeyi öncelikli görevi olarak görmekte olup, çalışmalarını bu konular üzerinde yoğunlaştırmıştır.

Bu türden çalışmalara, üyelerimizin de katılımının sağlanarak, uygulamada yaşanabilecek sıkıntıların en aza indirilmesi ve yapılacak düzenleme çalışmalarına aktif katılımın sağlanması amacıyla Çalışma Grupları oluşturulmasının yararlı olacağına inanmaktayız.

Bu çerçevede Birliğimiz koordinasyonunda,

- Aracılık Maliyetleri ve Vergi Çalışma Grubu
- Piyasa Kurumları Çalışma Grubu
- Yatırımcılar, Yeni Ürün ve Araçlar Çalışma Grubu
- Birlik Faaliyetleri, Lisanslama ve Eğitim Çalışma Grubu

oluşturulması kararlaştırılmıştır.

Yukarıda belirtilmiş olan Çalışma Gruplarından dilediğiniz gruplara, kurumunuzdan katılmasını arzu ettiğiniz yetkililerin ekte yer alan formla 22 Ocak 2006 Pazartesi akşamına kadar Birliğimize bildirilmesi hususunu bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER

EK 2: TSPAKB'NİN ÇALIŞMA GRUPLARI TOPLANTI DAVET MEKTUBU

İstanbul, 14 Şubat 2007

2007/163

SAYIN ÜYEMİZ,

İSTANBUL

Bilindiği üzere, üyelerimizin katkıları ile uygulamada yaşanabilecek sıkıntıların en aza indirilmesi ve yapılacak düzenleme çalışmalarına aktif katılımın sağlanması amacıyla Birliğimiz koordinasyonunda kurulacak Çalışma Grupları 490 sayılı Genel Mektubumuz ile Üyelerimize duyurulmuş, kurumlardan çalışmalara katılmalarını arzu ettikleri yetkililerini tarafımıza bildirmeleri istenmiştir.

Katılım bildiriminde bulunduğunuz “*Yatırımcılar, Yeni Ürün ve Araçlar Çalışma Grubu*” ilk toplantısını 28 Şubat 2007 Çarşamba günü, saat 14:00’de Birlik merkezinde gerçekleştirecektir.

Kurumunuzu temsilen bildirdiğiniz yetkililerin toplantıya katılım teyidinin hkandemir@tspakb.org.tr adresine gönderilmesi hususunu bilginize sunarım.

Saygılarımla,

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER

EK 3: YENİ ÜRÜNLER ÇALIŞMA GRUBU I. TOPLANTI TUTANAĞI

| | |
|------------------------|--|
| TOPLANTI TARİHİ | : 28 Şubat 2007 |
| TOPLANTI YERİ | : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği 1. Levent - İSTANBUL |
| TOPLANTI NO | : 01 |
| TOPLANTI KONUSU | : Geliştirilebilecek Yeni Ürünler |

KATILIMCILAR:

| KURUM | KATILIMCI |
|---|----------------------|
| TSPAKB | Alparslan Budak |
| TSPAKB | Esra Savaşan |
| Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. | Kerem Dalbudak |
| Deutsche Bank A.Ş. | Cihan Saraoğlu |
| Deutsche Bank A.Ş. | Deniz Aysun |
| Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Zuhal Uysal |
| Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Murad Tulunay |
| Global Menkul Değerler A.Ş. | Barış Hoccoğlu |
| Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | E. Sezgin Eren |
| İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Emrah Yücel |
| Nurol Menkul Kıymetler A.Ş. | Ömer Bumedian |
| Oyakbank A.Ş. | Ebru Akça |
| Tekstil Menkul Değerler A.Ş. | Tuğba İnan |
| Turkish Yatırım A.Ş. | Berra Kılıç |
| Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Asuman Çakır |
| Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. | C. Didem Helvacıoğlu |

Yeni Ürünler Çalışma Grubu, sermaye piyasasında geliştirilebilecek ve yatırımcıya sunulabilecek yeni ürünlerin veya hizmetlerin belirlenmesi, yeterince gelişmemiş mevcut ürünlerde ise piyasa oluşumunu etkileyen faktörlerin belirlenip çözüm üretilmesi amacı ile kurulmuştur.

28 Şubat 2007 tarihinde yapılan ilk toplantıda hangi ürünler üzerinde çalışılması gerektiği görüşülmüştür. Sonuç olarak, aşağıdaki ürün grupları ve araçlar öne çıkmıştır;

4. Sabit Getirili Menkul Kıymetler
 - a. Özel sektör borçlanma araçları
 - b. Yerel yönetimlerin borçlanma araçları
 - c. Mortgage
 - d. Menkul kıymetleştirme ürünleri
 - e. İMKB'de Eurobond Piyasası
5. Türev Ürünler
 - a. VOB vadeli işlem kontratları
 - b. VOB opsiyon kontratları
 - c. Tezgahüstü türev ürünleri
6. Diğer Konular
 - a. Ödünç Menkul Kıymet Piyasası
 - b. Borsa Yatırım Fonları

- c. Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.
- d. Aracı kurumların halka açılmaları

Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Özel sektör borçlanma araçları (ÖSBA) ile ilgili olarak, damga vergisi ve finansal faaliyet harçlarının kaldırılmasıyla ihraç maliyetlerinde önemli bir düşüş sağlanmıştır. Bununla beraber, bu ürünlerin yeterli likiditesi olmadığından, yatırımcılar tarafından riskli görüldüğü, ihraççı tarafından önerilen risk priminin ise yeterince cazip olmadığı dile getirilmiştir. ÖSBA ihraç maliyetlerinin sıfırlanması halinde dahi, yatırımcıların bu ürünlere uzak duracakları yorumu getirilmiştir. Ancak reel faiz oranlarının gerilemesi ile beraber bu piyasaların canlandırılabilmesi belirtilmiştir. Öte yandan, likidite sorununu aşmak için ÖSBA ihraçlarında piyasa yapıcılığı zorunluluğu getirilmesi önerilmiştir.

Yerel yönetimlerin borçlanma araçları tartışılmış, daha detaylı bir çalışmaya ihtiyaç duyulduğu saptanmıştır.

Mortgage konusunda aracı kurumların birincil piyasada nasıl yer alabilecekleri konuşulmuş, ancak daha detaylı bir çalışma yapılması gerektiği konusunda mutabık kalınmıştır.

Menkul kıymetleştirme ürünleri ile Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler gündeme gelmiştir. Bununla beraber yerel yönetimlerin de menkul kıymetleştirme araçlarını kullanabilecekleri dile getirilmiştir.

İMKB’de Eurobond piyasası kurulması konusu değerlendirilmiştir. Bu konuda Birlik tarafından 2004 yılında yapılmış olan çalışmanın katılımcılarla paylaşılması kararlaştırılmıştır.

Türev Ürünler

VOB’da işlem gören vadeli işlem kontratları konusu, detaylı olarak ele alınmıştır. Öncelikle, tek hisse senedi üzerine vadeli işlemlerin bir an önce başlaması gerektiği vurgulanmıştır. Altın, pamuk, buğday ve faiz kontratları gibi ürünlerin pek işlem görmediği dile getirilmiştir. Fakat likidite darlığının, dayanak varlığın tanımlanma şeklinden kaynaklanmadığı da belirtilmiştir. Bu noktada tanıtım eksikliği konusuna değinilmiştir.

Türev araçlarda likidite artırmak için piyasa yapıcılığı sistemi önerilmiştir. Ayrıca, takasın T+2 olması, açılan pozisyonların aynı kurumdan kapatılma zorunluluğunun kaldırılarak farklı kurumlardan da pozisyon kapatılabilmesi önerilmiştir.

VOB opsiyon kontratlarının geliştirilmesi gerektiği, ancak bunun için altyapı ihtiyacı olduğu dile getirilmiştir. İlk opsiyonların İMKB-30 ve Döviz kontratları üzerine başlaması önerilmiştir. VOB’un ürün geliştirmede genel olarak yavaş kaldığı, teknolojik altyapısının ise elden geçirilmesi gerektiği dile getirilmiştir.

Tezgâhüstü türev ürünlerle ilgili olarak, mevduat benzeri veya mevduat ile beraber paketlenmiş ürünlerin hayata geçtiği dile getirilmiştir. Bu noktada bankaların mevduat anlamında avantajlı konumda olduğu, aracı kurum veya portföy yönetim şirketlerinin benzer ürünleri oluştururken ve pazarlarken çeşitli engellerle karşılaştıkları ifade edilmiştir.

Diğer Konular

Ödünç menkul kıymet piyasasının, çeşitli toplantılara, girişimlere ve yatırımcı bilgilendirme çabalarına rağmen istenen likiditeye kavuşamadığı tespiti yapılmıştır. Sorunlar olarak yatırımcı ilgisizliği, vergi belirsizliği, takas ücretlerinin ve teminatların yüksekliği dile getirilmiştir. Bu sebeplerle ödünç ve açığa satış işlemlerinin kolay yapılamadığı, dolayısıyla türev ürünlerle birleştirilebilecek yatırım stratejilerinin geliştirilemediği ifade edilmiştir.

Borsa Yatırım Fonları ile ilgili olarak, İMKB-30 BYF'nin bir an önce hayata geçirilmesi gerektiği belirtilmiştir. VOB'da en yoğun işlem gören İMKB-30 kontratına dayanak olacak varlığın olmamasının önemli bir eksiklik olduğu vurgulanmıştır.

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin hayata geçmesi ve GİP'te işlem görebilecek ürünler konusunda çalışma grubunun ne tür öneriler geliştirebileceği görüşülmüştür.

Aracı kurumların halka açılma prosedürünün normal şirketlere göre daha zor olduğu dile getirilmiş, konunun daha detaylı olarak incelenmesi gerektiği kararlaştırılmıştır.

Çalışma Grubunun İşleyişi

Çalışma Grubunun çalışma planı aşağıdaki şekilde belirlenmiştir;

1. Katılımcıların, yukarıda yer alan üç ana konudan birini seçmesi,
2. Seçtikleri konuyla ilgili görüş ve önerilerini içeren raporlar hazırlamaları,
3. Ön raporların diğer katılımcılarla paylaşılması,
4. Diğer katılımcılardan gelen yorumlarla beraber ön raporların birleştirilmesi,
5. Toplaştırılmış raporun tüm TSPAKB üyelerine gönderilmesi ve görüşlerin alınması,
6. Sektör görüşlerini içeren raporun diğer piyasa kurumlarına (SPK, İMKB, Takasbank, MKK, VOB, vb.) gönderilmesi ve görüşlerinin alınması,
7. Çalışma grubu raporunun nihai hale getirilerek kamuoyu ile paylaşılması.

İlk toplantıda ele alınmayan, ancak ilerideki toplantılarda incelenebilecek ürünler olarak aşağıdakiler belirlenmiştir;

1. ÖSBA Çeşitleri (değişken faizli, değiştirilebilir, endeksli, döviz cinsinden vb.)
2. Collateralized Debt Obligations
3. Credit Default Swaps
4. Warrants
5. Contracts for Differences
6. Sabit Getirili Borsa Yatırım Fonları
7. Fonlar (Hedge funds, korumalı, garantili fonlar, döviz cinsinden fonlar vb.)

İlerideki toplantılarda, gerek duyulması halinde, işbirliği, görüş alışverişi ve çalışma gruplarına katkı sağlamak amacıyla, aşağıdaki kurumlardan katılımcıların davet edilebilecekleri görüşülmüştür;

- SPK
- İMKB
- VOB
- ÖSBA İhraççıları (Vestel, Çalık, Altinyıldız, Koç Tüketici Finansmanı vb.)
- ÖSBA Aracısı (Dundas Ünlü, Denizbank vb.)
- Yeni ürün geliştiren kurumlar (Finansbank, HSBC, vb.)

Birlik'in, Çalışma Grubunun konuları ile ilgili gerekli kaynakçayı çalışma grubu katılımcılarına iletmesi kararlaştırılmıştır.

İkinci toplantının 21 Mart 2007, saat 14:00'te, Birlik Merkezinde yapılması kararlaştırılmıştır.

EK 4: YENİ ÜRÜNLER ÇALIŞMA GRUBU II. TOPLANTI TUTANAĞI

TOPLANTI TARİHİ : 21 Mart 2007
TOPLANTI YERİ : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
1. Levent - İSTANBUL
TOPLANTI NO : 02
TOPLANTI KONUSU : Geliştirilebilecek Yeni Ürünler

KATILIMCILAR:

| KURUM | KATILIMCI |
|-------------------------------------|-----------------|
| TSPAKB | Alparslan Budak |
| TSPAKB | Zeynep Emre |
| TSPAKB | Ekin Fıkırkoca |
| Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Hasan Vardar |
| Citibank A.Ş. | Seda Demir |
| Citibank A.Ş. | Kaan Akbabalı |
| Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Zuhal Uysal |
| Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | E. Sezgin Eren |
| İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. | Emrah Yücel |
| Oyakbank A.Ş. | Ebru Akça |
| Tekstil Menkul Değerler A.Ş. | Tuğba İnan |

Yeni Ürünler Çalışma Grubu, ikinci toplantısını 21 Mart 2007 tarihinde yapmıştır. İlk toplantıda belirlenen, yerel yönetimlerin borçlanma araçları, özel sektör borçlanma araçları (ÖSBA) ve türev ürünler üzerinde durulmuştur.

Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Belediye bono ve tahvilleri konusunda Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'den Sn. Kerem Dalbudak'ın hazırlamış olduğu çalışma görüşülmüştür. Çalışmada öne çıkan noktalar, ihraççı kurumların mali anlamda şeffaflığının sağlanması, ikincil piyasada likiditenin olması ve belediyelerin bankadan borçlanmak yerine bu enstrümanları tercih etmelerinin sağlanması gerektiğidir. Belediyelerin Hazine'den ucuz maliyetli fon bulabildikleri için bu enstrümanları tercih etmedikleri belirtilmiştir.

Belediyelerin gelir getirici faaliyetlerinin anonim şirketler aracılığı ile yürütüldüğü dikkate alındığında, bono ihraç etmek isteyen belediyelerin, bu iştiraklerini kullanarak, özel sektör tahvil/bonusu ihraç prosedürüne tabi olmaları görüşülmüştür.

Bir diğer alternatif olarak, belediyelerin düzenli gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesi tartışılmıştır. Bu işlemin ise, menkul kıymetleştirme için özel olarak kurulacak şirketler (special purpose vehicle) aracılığıyla yapılabilmesi önerisi getirilmiştir.

2006 yılında ÖSBA ihraç eden bir şirketle yapılan görüşmede, ÖSBA ihracında SPK'nun inceleme ve onay sürecinin dört ay gibi uzun bir süre aldığı ve izahnameyi hazırlarken, ihraçtan önce, ihraç fiyatının belirlenip izahnameye yazılması gerektiği öğrenilmiştir.

Fiyatın önceden belirlenmesinin, ihraç günlerindeki piyasa oranlarından farklılık gösterebileceği için talebi olumsuz etkileyebileceği veya ihraççının yüksek maliyetle

borçlanmasına neden olabileceği sakıncaları dile getirilmiştir. SPK süreci ile ilgili olarak da kurumun kendi iç süreçleri ile ilgili hedefler koymasının önerilebileceği belirtilmiştir.

ÖSBA'ların devlet borçlanma araçlarına göre dezavantajları da şöyle sıralanmıştır:

- Teminat olarak kullanılmama,
- İcra-iflas alacaklarında son sırada yer alma,
- İMKB'nin bu enstrümanları repo-ters repoya konu etmemesi (özellikle mevduat toplama yetkisi olmayan aracı kurumlar için fonlama açısından önemli olmaktadır),
- Bankaların Merkez Bankası'na munzam karşılık olarak gösterememesi ve interbank piyasasında kullanamaması,
- Halka açık şirket gibi ağır kamuyu aydınlatma yükümlülükleri olmasıdır.

Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri konusunda eğer tahvil halka arz ediliyorsa bilgilerin açıklanması gerektiği ama blok/tahsisli satış (private placement) durumunda daha sınırlı bir bilgilendirme yapılabileceği önerilmiştir.

Opsiyonlu ve hisse senedine çevrilebilir tahvillerle ilgili olarak da kurumsal yatırımcının bu ürünlere ilgisinin olduğu ve özellikle opsiyonlu tahviller için VOB'da opsiyon piyasasının işlerlik kazanması gerektiği belirtilmiştir.

ÖSBA'ların derecelendirilmesi (rating) konusunda ihraççılara zorunluluk getirilmeyip, ihtiyari tutulması, ancak talep kısmında bazı sınırlamalar getirilmesi belirtilmiştir. Örneğin kurumsal yatırımcılara, emeklilik yatırım fonlarına, derecesi olmayan tahvillere veya belirli bir derecenin altındaki tahvillere yatırım yapmama zorunluluğu getirilebilir.

Yabancı para (\$, €) cinsinden tahvillerin de yatırımcılara seçenek olarak sunulabileceği belirtilmiştir.

Türev Ürünler

VOB'da planlanmakta olan tek hisse senedi üzerine vadeli işlemlere piyasadan talep olduğu, ancak SPK'nın bu kontratların manipülasyon etkisine açık olabilecekleri düşüncesiyle ihtiyatlı davrandığı belirtilmiştir.

Tezgâhüstü piyasada tek hisse senedi üzerine işlem gören opsiyonlar olduğu, ancak bu ürünlerde de çok sert fiyat hareketleri izlendiği belirtilmiştir. Türev ürünlerde kurumsal yatırımcıların katılımının önemli olduğu ve bunun da organize piyasayla mümkün olabileceği üzerinde durulmuştur. Yabancı kurumsal yatırımcıların VOB'taki potansiyel ürünlerle ilgili oldukları belirtilmiştir.

Takasbank ve VOB'un türev ürünlerin saklaması konusunda "give-up process" projesini yürüttükleri öğrenilmiştir. Bu proje, pozisyonların ve teminatların, işlemin yapıldığı aracı kurumdan saklamacı kuruluşa transfer edilebileceği bir sistem getirmektedir. Pozisyon ve teminat transferinin mümkün olmasıyla, yabancıların VOB'a olan mevcut ilgisinin işlemlere de yansması beklenmektedir.

Üçüncü toplantıya kadar çalışma grubu üyelerinin görüşlerini Birliğe iletmeleri ve Birlik tarafından ön raporun hazırlanmasına karar verilmiştir. Üçüncü toplantının 11 Nisan 2007, saat 14:00'te, Birlik Merkezinde yapılması ve hazırlanan ön raporun görüşülmesi kararlaştırılmıştır.

EK 5: KAYNAKÇA

1. TSPAKB, Aracı Kurum Sektöründe Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Aralık 2006
2. TSPAKB, sermaye piyasasında gündem, Sayı 46, Haziran2006
http://www.tspakb.org.tr/docs/ebirlik/gundem_200606.pdf
3. TSPAKB, sermaye piyasasında gündem, Sayı 41, Ocak 2006
http://www.tspakb.org.tr/docs/ebirlik/gundem_200601.pdf
4. TSPAKB, sermaye piyasasında gündem, Sayı 20, Nisan 2004
http://www.tspakb.org.tr/docs/ebirlik/gundem_200404.pdf
5. TSPAKB, Özel Sektör Borçlanma Araçları -Mevcut Durum ve Öneriler, Temmuz 2005
http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/osba_raporu.pdf
6. TSPAKB, Sermaye Piyasasında Ödünç İşlemleri Paneli, Mayıs 2006
http://www.tspakb.org.tr/docs/panel_kitap/odunc_islemleri.pdf
7. TSPAKB, TÜSİAD Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, Şubat 2005
<http://www.tusiad.org/turkish/rapor/Sermaye/SERMAYERAPORU.pdf>

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
www.tspakb.org.tr
tspakb@tspakb.org.tr