



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL TÜREV ARAÇLAR

64 Konuluk

Ders Notları

SPL Türev Araçlar konularının tamamı için benzensor'un hazırladığı özgün konu anlatımı notları.

KİTAPÇIK

Ders / bölüm	8
Konu anlatımı	64
Kelime	61.123

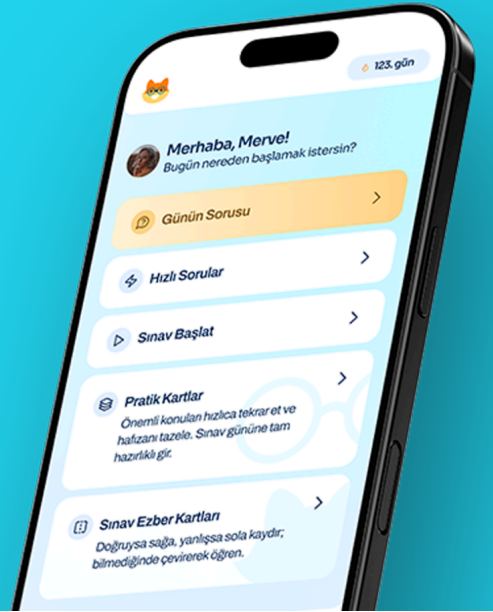
KAPSAM

Sınav konu listesinin tamamı
Özgün benzensor anlatımı
Resmî kurum yayını değildir

Konu Anlatımı ve Soru

Cebinde!

benzensor uygulamasında bu konuların anlatımını dinleyebilir, her konudan soru çözebilir ve gerçek sınav simülasyonuna girebilirsin.



Bu kitapçık hakkında

SPL Türev Araçlar ders notları · 2026 baskısı · 64 konu

Bu kitapçık nedir?

Bu kitapçık benzensor'un hazırladığı **özgün çalışma notudur**. Konu anlatımlarının tamamı benzensor tarafından yazılmıştır; hiçbir kaynaktan olduğu gibi alınmamıştır. Amacı sınava hazırlanan adaya konuyu bütünlüklü bir anlatımla aktarmaktır.

Resmî bir yayın değildir

Bu belge ÖSYM, SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu), Diyanet İşleri Başkanlığı, TÜRMOB/TESMER veya sınavı düzenleyen başka bir kurumun yayını değildir; hiçbir resmî geçerliliği yoktur. Kitapçıkta yer alan hiçbir ifade, ilgili kurumların resmî görüşü olarak okunamaz.

Hangi kaynaklara dayanılarak yazıldı?

Anlatımlar aşağıdaki kaynaklara dayanılarak, özgün metin olarak yazılmıştır. Bir çelişki durumunda bağlayıcı olan bu kitapçık değil, aşağıdaki resmî kaynakların güncel metinleridir:

- SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.) lisanslama sınavı çalışma notları

Kapsam ve mevzuat değişir

Bu baskı **29 Temmuz 2026** tarihinde üretilmiştir ve içeriği o tarihteki sınav konu listesine ve mevzuata dayanır. Sınav kapsamı, konu ağırlıkları ve mevzuat değişebilir; çalışmadan önce sınavı düzenleyen kurumun yürürlükteki kılavuzunu ve ilgili mevzuatın güncel metnini mutlaka kontrol et.

Hata bildirimi

Kitapçıkta bir hata gördüysen **destek@benzensor.com** adresine yazarak bildirebilirsin; düzeltilen içerik bir sonraki baskıya işlenir.

Kapsam

#	DERS / BÖLÜM	YAZILAN / TOPLAM KONU
1	Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları	13/13
2	Sermaye Piyasası Araçları 1	5/5
3	Sermaye Piyasası Araçları 2	9/9
4	Yatırım Kuruluşları	6/6
5	Finansal Piyasalar	9/9
6	Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri	10/10
7	Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi	9/9
8	Kurumlarda ve Sermaye Piyasasında Vergilendirme	3/3

Bu kitapçık, sınav konu listesindeki tüm başlıkları kapsar.

İçindekiler

1. Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları

- 1.1 Sermaye Piyasası Kanunu
- 1.2.1 Özel Durumlar Tebliği II-15.1
- 1.3.1 Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1
- 1.4.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1
- 1.4.2 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5
- 1.4.3 Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1
- 1.4.4 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1
- 1.4.5 Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2
- 1.4.6 Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.3
- 1.4.7 Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4
- 1.4.8 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3
- 1.5.1 TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları
- 1.5.2 Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

2. Sermaye Piyasası Araçları 1

- 2.1 Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve ve Pay Tebliği VII-128.1)
- 2.2 Borçlanma Araçları (Kavramsal Çerçeve, Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8 ve Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği II-31/A.1)
- 2.3 Yatırım Fonu Katılma Payları (Kavramsal Çerçeve ve Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1)
- 2.4 Türev Araçlar
- 2.5 Kamu Borçlanma Araçları

3. Sermaye Piyasası Araçları 2

- 3.1.1 İzahname ve İhraç Belgesi (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1.)
- 3.1.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2
- 3.2 Varlık Finansmanına İlişkin Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-58.1 ve Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği III-59.1)
- 3.3 Faizsiz Finans Araçları (Kavramsal Çerçeve ve Kira Sertifikaları Tebliği III-61.1)
- 3.4 Gayrimenkul Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği VII-128.2)
- 3.5 Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği VII-128.3)
- 3.6 Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği VII-128.4)
- 3.7 Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-61/B.1
- 3.8 Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ II-31/B.1

4. Yatırım Kuruluşları

- 4.1 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1
- 4.2 Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ III-39.1
- 4.3 Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ III-45.1
- 4.4 Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alımı, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ Seri: V, No: 65
- 4.5 Kitle Fonlaması Tebliği III-35/A.2
- 4.6 Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ III-42.1

5. Finansal Piyasalar

- 5.1.1 Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği ve İlgili Diğer Düzenlemeler
- 5.2 Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.3 Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.4 Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.5 Tezgahüstü Piyasalar
- 5.6 T.C. Merkez Bankası Piyasaları ve Bankalararası Piyasalar
- 5.7 Takasbank ve Borsa Para Piyasaları, Swap Piyasası ve Ödünç Pay Piyasası
- 5.8 Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)
- 5.9 Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

6. Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri

- 6.1 Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları
- 6.2 Getiri ve Risk
- 6.3 Portföy Teorisi
- 6.4.1 Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
- 6.4.2 Arbitraj Fiyatlama Modeli
- 6.4.3 Diğer Modeller
- 6.5 Temel Analiz
- 6.6 Teknik Analiz
- 6.7 Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi
- 6.8 Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

7. Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi

- 7.1 Türev Araçlarla İlgili Temel Kavramlar
- 7.2 Türev Araç Piyasaları
- 7.3 Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- 7.4 Opsiyonlar
- 7.5 Swap (Değişim) Anlaşmaları
- 7.6 Diğer Türev Araçlar
- 7.7 Türev Araçların Risk Yönetiminde Kullanımı

7.8 Türev Araçların Fiyatlaması

7.9 Türev Araç Stratejileri

8. Kurumlarda ve Sermaye Piyasasında Vergilendirme

8.1.1 Vergi Hukukuna İlişkin Temel Kavram ve Tanımlar

8.1.2 Kurumlar Vergisi Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurumlarının Vergilendirilmesi

8.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.1 - Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu: Piyasanın Kurucu Metni ve Türev Araçların Yeri

KISACA

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fonların, sermaye piyasası araçlarının alım satımı yoluyla tasarruf sahiplerinden bu fonlara ihtiyaç duyan kesime doğrudan aktarıldığı piyasadır. Bu piyasanın kurallarını koyan temel metin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu olup, 1981'den beri yürürlükte kalan 2499 sayılı mülga Kanun'un yerine geçmiştir. Değişimin ardında üç etken vardır: 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 1 Temmuz 2012'de yürürlüğe girmesi, Avrupa Birliği müktesebatına uyum ve piyasanın giderek karmaşıklaşan yapısı.

Kanun bir çerçeve kanundur; emredici ana esasları ve hareket sınırlarını çizip ayrıntıyı Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebliğ, yönetmelik ve ilke kararlarına bırakır. Uygulama hiyerarşisinde en üstte Kanun ve Kurul düzenlemeleri, ardından borsa mevzuatı ile 32 sayılı Karar gibi düzenlemeler, en altta ise genel hükümler bulunur; genel hükümler ancak konu sermaye piyasası mevzuatında hiç düzenlenmemişse ve ilgili özel kanun bu Kanun'un uygulanmayacağını açıkça belirtmişse devreye girer. Bu çatı içinde sermaye piyasası araçları menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer araçlar olarak üç kola ayrılır; türev araçlar dayanağının fiyat hareketine bağlı, çoğu zaman küçük teminatla işleme konulan vadeli araçlardır.

Türev araçların hukuki zeminini kavramak için önce onları içine alan büyük yapıyı, yani sermaye piyasasının kendisini ve onu düzenleyen kanunu tanımak gerekir. Sermaye piyasası, elinde birikmiş tasarruf bulunan kesim ile üretim ve ticaret için kaynağa ihtiyaç duyan kesimi bir araya getirir; burada orta ve uzun vadeli fonlar, sermaye piyasası araçlarının alınıp satılması suretiyle birinci kesimden ikinciye akar. Bu aktarımın belirleyici niteliği doğrudan olmasıdır: taraflar bir bankanın bilançosu üzerinden değil, aracın kendisinin el değiştirmesiyle karşılaşır. Piyasanın iki katmanı vardır. Araçların ihraççı tarafından ilk kez satışa çıkarıldığı yer birincil piyasa, önceden ihraç edilmiş araçların yatırımcılar arasında dolaştığı yer ise ikincil piyasadır. İkincil piyasa ihraççıya taze fon getirmez ama likidite sağlayarak, fiyat ve vade için referans oluşturarak birincil piyasayı ayakta tutar.

Bu piyasanın anayasası konumundaki metin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'dur ve 1981 yılından beri uygulanan 2499 sayılı mülga Kanun'un yerini almıştır. Yenilenmeyi zorunlu kılan üç gelişme sıralanır: 1 Temmuz 2012'de yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ortaklıklar hukukunda getirdiği reformlar, Türkiye'nin Avrupa Birliği katılım sürecinin doğurduğu uyum ihtiyacı ve piyasaların küresel krizlerle birlikte değişen, giderek karmaşıklaşan yapısı. Bu üç etken birlikte, mevzuatın baştan sona gözden geçirilmesini kaçınılmaz kılmıştır.

Kanun'un en ayırt edici özelliği çerçeve kanun olmasıdır. Çerçeve kanun, konunun emredici esaslarını ve sınırlarını belirledikten sonra ayrıntıyı düzenleme yetkisini alanında uzmanlaşmış kamu otoritesine, Sermaye Piyasası Kurulu'na devreder; Kurul da bu yetkiyle tebliğ, yönetmelik ve ilke kararı çıkarır. Bu yapı Kurul'a iki temel işlev yükler. Bir yanda ikincil düzenleme yapmak ve gelen başvuruları

sonuçlandırmak, diğer yanda düzeni bozan fiiller karşısında tedbir uygulamak, idari para cezası kesmek ve suç oluşturan durumlarda Cumhuriyet Başsavcılıklarına başvurmak. Böylece Kurul klasik anlamda bir düzenleyici ve denetleyici kurum kimliğiyle hareket eder.

Kanun kendi alanındaki kuralların hangi sırayla uygulanacağını da belirler. En tepede 6362 sayılı Kanun ve ona dayanılarak çıkarılan Kurul düzenlemeleri; ardından borsa mevzuatı ile Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar gibi sermaye piyasasını ilgilendiren diğer düzenlemeler; en altta Türk Medeni Kanunu, Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu gibi genel hükümler yer alır. Buradaki incelik şudur: genel hükümler kendiliğinden devreye girmez. Bir konuya genel hükümlerin uygulanabilmesi için hem sermaye piyasası mevzuatında o konuda hiçbir hüküm bulunmaması hem de ilgili özel kanunda bu Kanun'un uygulanmayacağını açıkça yazılı olması aranır. Bu koşul sayesinde 6362 sayılı Kanun ile ona dayanan ikincil düzenlemeler, sermaye piyasası alanında birincil mevzuat konumuna yerleşir.

Kanun'un düzenlediği dünyayı beş unsurla okumak öğrenmeyi kolaylaştırır. Fon talep edenler, araç ihraç ederek kaynak toplayan ihraççılardır; Kanun ihraççıyı, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar dışında, sermaye piyasası aracı ihraç eden, ihraç için Kurula başvuran ya da araçları halka arz edilen tüzel kişiler ile yatırım fonları olarak tanımlar. Dikkat edilmesi gereken nokta, yatırım fonları dışında tüzel kişiliği bulunmayan yapıların ve gerçek kişilerin araç ihraç edememesidir. Fon arz edenler, getiri beklentisiyle bu araçlara yatırım yapan yatırımcılardır ve Kanun, sağlanacak korumayı farklılaştırabilmek için yatırımcıların sınıflandırılmasına izin verir. Geriye kalan üç unsur ise alışverişin konusu olan araçlar, aracılık eden yardımcı kuruluşlar ve işlemlerin düzen içinde yapıldığı borsalardır.

Sermaye piyasası araçları bir üst başlıktır; altında menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları toplanır. Kanun menkul kıymeti tek tek unsur sayarak değil, sağladığı hakka bakarak tanımlar: ortaklık ya da alacaklılık hakkı veren araç menkul kıymettir. Ortaklık hakkının tipik aracı pay, alacaklılık hakkının aracı ise tahvil ve benzeri borçlanma araçlarıdır. Türev araçlar ise bu tablonun bu düzeydeki sınav açısından merkezî parçasıdır: değeri bir menkul kıymetin, dövizin, faizin, kıymetli maden ya da malın fiyatına veya bir endeksin seviyesine bağlı olan, çoğu zaman çok küçük bir başlangıç teminatıyla işleme konulabilen ve net bir sona erdirmeye gerektiren vadeli araçlardır. Kanun türev araçları üç alt gruba ayırır: menkul kıymetleri alma, satma veya değiştirme hakkı veren türevler; değeri sayılan dayanaklara bağlı türev araçlar; döviz, kıymetli maden ve Kurulca belirlenecek varlıklar üzerine kaldıraçlı işlemler. Burada üç kavramı sıralamak gerekir: finansal araç en geniş kümedir, sermaye piyasası aracı onun bir alt kümesi, menkul kıymet ise sermaye piyasası aracının bir alt türüdür. Dolayısıyla her menkul kıymet bir sermaye piyasası aracıdır ama tersi doğru değildir; örneğin bir varant, dayanağını satın alma hakkı verdiği için menkul kıymet değil türev araç sayılır.

Bu araçların hukuk âlemine çıkışı ihraç ile olur. Kanun ihracı, araçların ihraççı tarafından halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışı biçiminde tanımlar; ihraç üst kavram, halka arz onun bir türüdür. İkisini ayıran ölçüt satışın muhatabıdır: halka arz, araçların satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve ardından gelen satışı ifade eder, yani belirsiz bir kitleye seslenir; halka arz edilmeksizin ihraçta ise muhatap kitle bellidir. Bu ayrım kamuyu aydınlatmanın kapsamını da belirler.

Sermaye piyasasında yatırımcı esasen bilgilendirilerek korunur ve bu bilgilendirmenin tam, zamanında ve doğru olması gerekir. Halka arzda en geniş kapsamlı belge izahnamedir ve araçların halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanıp Kurulca onaylanması zorunludur; halka arz edilmeksizin ihraçta ise daha dar kapsamlı bir ihraç belgesi düzenlenir. Bu ikili yapının dışında kalan hâl kitle fonlamasıdır; platformlar aracılığıyla para toplayanlar için ne izahname ne de ihraç belgesi düzenleme zorunluluğu aranır. İzahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiden doğan zarardan öncelikle ihraççı sorumludur; zarar ihraççıdan tahsil edilemezse kusurları ve durumun gereğine göre sırasıyla halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumlu olur.

Kanun'un düzenlediği bir başka alan kaydi sistemdir. Araçlar artık senede bağlanmadan Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik kayıt olarak izlenir. Benimsenen kural açıklayıcı kayıt sistemidir; kayıt tek başına bir hakkı doğurmaz ya da sona erdirmez, kurucu etkisi yoktur. Bunun yalnızca bir istisnası vardır: hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesi söz konusu olduğunda Merkezi Kayıt Kuruluşu'na yapılan bildirimin tarihi belirleyici olur. Fon transferine aracılık eden yardımcı kuruluşlar ise Kanun'da sermaye piyasası kurumları çatısı altında sayılır; yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri ile bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları, merkezî takas ve saklama kuruluşları bu grubun önde gelen üyeleridir. İşlemlerin serbest rekabet içinde yapıldığı ve fiyatların oluşup ilan edildiği borsalar ise anonim şirket ve özel hukuk tüzel kişisi olarak yapılandırılmıştır; borsanın kuruluşuna Kurulun uygun görüşü üzerine Cumhurbaşkanı karar verir, faaliyete geçmesi ise Kurul iznine bağlıdır. Üyeleri için meslek kuralları koyabilen öz düzenleyici kurumlar olarak Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve yatırımcıların korunması için kurulan, kamu tüzel kişiliğini haiz olup Kurulca idare edilen Yatırımcı Tazmin Merkezi de Kanun kapsamındadır.

Son olarak Kanun her kurum ve işleme aynı ölçüde uygulanmaz. 136'ncı madde bazı kuruluşları tümüyle kapsam dışına çıkarır ya da onları sınırlı olarak Kanun'a tabi kılar; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bankalar ve sigorta şirketleri bunun tipik örnekleridir. Düzeni korumak için Kurul'a verilen güçlü araçlar iki koldan yürür: bir yanda tedbir alıp idari para cezası kesmek, diğer yanda suç oluşturan fiillerde Cumhuriyet Başsavcılığına başvurmak. Bu başvuru bir muhakeme şartıdır; Kurul'un yazılı başvurusu olmadan soruşturma ve kovuşturma sürdürülemez. Bu piyasaya özgü suçların en başında iki tip yer alır: içeriden öğrenenlerin ticaretine karşılık gelen bilgi suistimali ve manipülasyona karşılık gelen piyasa dolandırıcılığı. Görüldüğü gibi bu başlık, Kanun'un tümünün çatısıdır: araçları ve ihracı tanımlar, yatırımcıyı kamuyu aydınlatmayla korur, kurumları ve borsaları düzenler, Kurul'u da bu düzenin bekçisi yapar. Türev araçlara ilişkin özel esaslar da işte bu çatının altında yükselir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.1 - Özel Durumlar Tebliği II-15.1

Özel Durumlar Tebliği (II-15.1): İçsel Bilgi, Sürekli Bilgi ve Kamuya Açıklama Düzeni

KISACA

II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını ya da yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya nasıl açıklanacağını düzenler; amacı yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilmesidir. Tebliğ bu tür bilgileri özel durum başlığı altında iki gruba ayırır. Henüz kamuya açıklanmamış ve fiyatı ya da yatırım kararını etkileyebilecek bilgiler içsel bilgi; içsel bilgi tanımının dışında kalan diğer tüm bilgi, olay ve gelişmeler ise sürekli bilgidir.

Açıklamaların yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık yaratmayacak biçimde ve hızlı erişim sağlayacak şekilde yapılması, yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmaması esastır. İçsel bilgi kamuya açıklanana kadar bu bilgiye sahip olanlar gizliliği korumakla yükümlüdür; ihraççılar içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişilerin listesini Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirir. İhraççı, meşru çıkarları zarar görmesin diye ve yatırımcıları yanıltmamak ile gizliliği sağlayabilmek koşuluyla içsel bilginin açıklanmasını erteleyebilir; erteleme sebebi ortadan kalkınca açıklama yapılır ve erteleme kararı ile gerekçesi belirtilir. Açıklamalar kural olarak Türkçe ve Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden, derhâl yapılır.

Halka açık bir ortaklığın etrafında sürekli olarak bilgi üretilir; bir sözleşme imzalanır, bir dava açılır, bir yönetim değişikliği yaşanır. Bu bilgilerin hangisinin, ne zaman ve nasıl kamuya duyurulacağını II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği belirler. Tebliğin çıkış noktası, piyasanın güvenilir, şeffaf, adil ve rekabetçi işlemesi için yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilmesidir. Bu amaç doğrultusunda Tebliğ, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmeleri özel durum olarak niteler ve bunları ikiye ayırır.

Birinci grup içsel bilgidir. İçsel bilgi, araçların değerini, fiyatını ya da yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte olup henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmelerdir. İkinci grup ise sürekli bilgidir; bu tanım basittir, çünkü içsel bilgi tanımının dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler sürekli bilgi kapsamına girer. Ayrım önemlidir, zira içsel bilginin açıklanmasında erteleme gibi kendine özgü kurumlar devreye girerken sürekli bilgi bu kadar geniş bir istisnaya tabi değildir. İçsel bilgiler ve daha önce açıklanmış hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççı tarafından açıklama yapılır. Bunun ötesinde, içsel bilgi bir ihraççının ya da onun namına hareket eden bir kişinin işinin olağan ifası sırasında üçüncü kişilere açıklanmışsa, aynı bilgi ihraççı tarafından da kamuya duyurulur.

Açıklamaların nasıl yapılacağı da kurala bağlanmıştır. Açıklama, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesini zedelemeyecek biçimde yerine getirilir; içeriği yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz ve ihraççının mevcut durumuna ilişkin yatırımcıların yanlış kanaate varmasına yol açmamalıdır. İhraççılar özel durum açıklamalarını faaliyetlerinin pazarlanması veya

reklamı amacıyla kullanamaz. Henüz kesinleşmemiş bir olay ya da belirsizliğini sürdüren bir durum, bu belirsizlik belirtilmek ve çözüme kavuşması için öngörülen tarih ile koşullara yer verilmek suretiyle açıklanır.

İçsel bilginin ne zaman saklanabileceği Tebliğin en kritik konularından biridir. İhraççı, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için içsel bilginin açıklanmasını erteleyebilir; ancak bunun için erteleme, yatırımcıların yanıltılmasına yol açmamalı ve ihraççı bilginin gizli tutulmasını sağlayabilecek durumda olmalıdır. Ertelleme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz bilgi kamuya açıklanır ve yapılan açıklamada hem ertelleme kararına hem de dayandığı sebeplere yer verilir. Kurul, gerekli görürse ertelleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını inceleyebilir. Ertellemeye konu olayın hiç gerçekleşmemesi hâlinde açıklama yapılmayabilir. Ertelleme boyunca ihraççı, içsel bilgiye erişimi kontrol etmek ve listede yer almayan kişilerin bu bilgiye ulaşmasını önleyecek etkin düzenlemeler yapmakla yükümlüdür; gizlilik sağlanamazsa bilgi açıklanır.

Gizliliğin izlenebilmesi için içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesi tutulur. İhraççıya bağlı olarak çalışan ve içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirilir; bu bilgilerde değişiklik olduğunda en geç iki iş günü içinde güncelleme yapılır. Liste Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde saklanır ve talep üzerine Kurula ve ilgili borsaya gönderilir. Bir noktanın altını çizmek gerekir: idari sorumluluğu bulunan kişiler, aynı zamanda içsel bilgilere erişimi olan kişiler olarak kabul edilir.

Tebliğ, olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan hareketleri de kapsar. Araçların fiyatlarında veya işlem hacimlerinde olağan dışı değişimler olduğunda ihraççı, ilgili borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak ve henüz açıklanmamış özel durum bulunup bulunmadığını belirtmek zorundadır. Benzer biçimde, basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla ilk kez duyurulan ya da daha önce duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentiler ortaya çıktığında, bunların şirket kaynaklı olup olmadığına bakılmaksızın ihraççı doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda açıklama yapar. Buna karşılık, kamuya açıklanmış bilgilere dayanılarak ihraççı hakkında yapılan yorum, analiz ve tahminler ile geleceğe yönelik değerlendirmeler bu yükümlülüğün dışındadır; geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanması esasen zorunlu tutulmamış, isteğe bağlı bırakılmıştır.

İdari sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişilerin ve ihraççının ana ortağının, sermayeyi temsil eden paylar ile bu paylara dayalı araçlarda gerçekleştirdiği işlemler, işlemi yapan tarafından kamuya açıklanır. Ancak bu işlemler için bir eşik öngörülmüştür: her biri hesabına yapılan işlemlerin toplam tutarı bir takvim yılı içinde Kurulca belirlenen tutara ulaşmadıkça açıklama yapılmaz, eşik aşıldığında ise onu aşan işlem den itibaren başlanır ve sonraki tüm işlemler açıklanır. Bu eşik Kurulca dönemsel olarak belirlendiğinden, ezberlenmesi gereken sabit bir rakam değil, güncel Kurul kararına göre değişen bir değerdir.

Sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler ayrı bir açıklama zinciri doğurur. Bir gerçek veya tüzel kişinin ya da birlikte hareket edenlerin, payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının yüzde beş, on, on beş, yirmi, yirmi beş, otuz üç, elli, altmış yedi veya doksan beş eşiklerine ulaşması ya da bu oranların altına düşmesi hâlinde açıklama yapılır. Bu açıklama, doğrudan gerçekleşen değişikliklerde Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından

yapılırken, birlikte hareket, dolaylı sahiplik veya oy haklarına bağlı olarak eşiklere ulaşıldığında yükümlülük ilgili kişilere aittir. Payları halka arz edilerek borsada işlem gören halka açık olmayan ortaklıklarda ise bu eşiklerden yalnızca yüzde yirmi beş, elli ve altmış yedi esas alınır. Bir payı iktisap etme hakkı veren araçlara doğrudan veya dolaylı sahip olmak suretiyle aynı oranlara ulaşıldığında da açıklama yapılır ki bu, paya dayalı sermaye piyasası araçlarını da düzenin içine katar.

Son olarak Tebliğ, açıklamanın biçimini ve altyapısını belirler. Payları borsada işlem gören ihraççılar, kamunun aydınlatılmasına yönelik bir bilgilendirme politikası oluşturur; bu politikada yatırımcı bilgilendirme toplantılarına erişim, haber ve söylentilerin takibi, idari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenme esasları, gizliliğin sağlanmasına yönelik tedbirler ve geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanma esasları gibi hususlara asgari olarak yer verilir. Açıklamaların dili Türkçedir ve borsada işlem gören ihraççılar açıklamalarını Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndaki ilgili formu kullanarak yapar; borsada işlem görmeyen ihraççılar ise açıklamalarını Kurula gönderir. Tebliğde aksi belirtilmedikçe açıklamaların derhâl yapılması esastır. Açıklama öncesinde ihraççı, araca ilişkin işlemlerin geçici olarak durdurulmasını borsadan talep edebilir; önceden yapılmış açıklamalarda meydana gelen gelişme ve değişiklikler ise sürekli güncellenerek kamuya duyurulur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.1 - Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1): İlkeler, Uyum Düzeni ve İlişkili Taraf İşlemleri

KISACA

Kurumsal yönetim, en dar anlamıyla şirket yönetimi ile hissedarlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Evrensel kabul gören dört taşıyıcı ilkesi adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluktur. Türk Ticaret Kanunu halka açık anonim şirketlerde bu ilkelerin belirlenmesini Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakmış, Kurul da II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği ile hem uygulanacak ilkeleri hem de ilişkili taraf işlemlerinin esaslarını düzenlemiştir.

Tebliğ üç ekseninde okunur. Birincisi kurumsal yönetim ilkeleridir; payları borsada işlem gören ortaklıklar sistemik önemlerine göre gruplara ayrılır, bazı ilkeler tüm gruplar için zorunlu tutulurken diğerleri için uygula-uygulamıyorsan açıkla yaklaşımı benimsenir ve uyum durumu Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden raporlanır. İkincisi ilişkili taraf işlemleridir; belirli oranları aşan işlemlerde değerlendirilmesi ve daha yüksek oranlarda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı aranır. Üçüncüsü ise yatırımcı ilişkileri bölümü ile teminat, rehin, ipotek ve kefaletlere ilişkin diğer hükümlerdir. Uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde Kurul, süre verip gereğinde bağımsız üyeyi resen atayabilir.

Kurumsal yönetim kavramının tek bir tanımı yoktur; literatürde farklı yazarlar farklı vurgular yapar. Yine de ortak bir çekirdek çıkarmak mümkündür: dar anlamda kurumsal yönetim, şirket yönetimi ile hissedarlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Buradaki menfaat sahipleri kavramı geniştir; şirketin iyi yönetilmesinden fayda sağlayacak, kötü yönetilmesinden ise zarar görecektir tüm kişi ve grupları, yani yöneticileri, hissedarları, çalışanları, müşterileri, tedarikçileri ve devleti kapsar. Bu menfaat sahipleri şirket içi ve şirket dışı aktörler olarak ikiye ayrılabilir. İşin köküne inildiğinde, kurumsal yönetim tartışması mülkiyet ile kontrolün birbirinden ayrılmasıyla, yani şirkete sermaye koyanlar ile onu fiilen yönetenlerin farklı kişiler olmasıyla doğan denetim sorunundan kaynaklanır.

Kurumsal yönetimin evrensel kabul gören dört ana ilkesi vardır. Adillik, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar da dâhil olmak üzere eşit davranmasını ifade eder. Şeffaflık, ticari sır niteliğindeki ve henüz açıklanmamış bilgiler dışında, şirkete ilişkin finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz ve düşük maliyetle erişilebilir biçimde kamuya duyurulmasıdır. Hesap verebilirlik, yönetim kurulu üyelerinin tüzel kişiliğe ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı hesap verme zorunluluğunu anlatır. Sorumluluk ise yönetimin tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve etik değerlere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini içerir.

Dünyadaki uygulamalar iki temel sistem etrafında toplanır. Anglo-Sakson sisteminde çok ortaklı, dağılmış bir mülkiyet yapısı yaygındır; emeklilik ve yatırım fonları başlıca hissedarlardır, sermaye piyasaları şeffaf ve gelişmiştir ve şirketleri esasen piyasalar denetler. Kıta Avrupası sisteminde ise hakim ortak ağırlıktadır; bankalar ya da finans dışı kuruluşlar ana ortak konumundadır ve sermaye

piyasaları görece daha az şeffaftır. Bu iki modelden hangisinin üstün olduğu sorusuna, iyi işleyen tek ölçütün büyük ve küçük yatırımcıların haklarını hukuken en iyi koruyan sistem olduğu biçiminde yanıt verilir.

İlkelerin hukuki dayanağı iki katmanlıdır. Türk Ticaret Kanunu, halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin, buna ilişkin açıklamanın esaslarının ve derecelendirme kural ile sonuçlarının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirleneceğini hükme bağlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu da halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkelerine, uyum raporlarına, uyum derecelendirmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisini Kurula vermiştir. Bu yetkiye dayanarak çıkarılan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, uygulamayı üç ana başlıkta düzenler: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve diğer hükümler.

Birinci başlık kurumsal yönetim ilkeleridir. İlkeler payları borsada işlem gören ortaklıklara uygulanır ve bu ortaklıklar sistemik önemlerine göre, piyasa değerleri ile fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri dikkate alınarak üç gruba ayrılır. Gruplandırmada kullanılan rakamsal eşikler Kurulca her yıl hesaplanıp ilan edildiğinden, bunları sabit birer sayı olarak değil güncel Kurul bülteninden okunacak değerler olarak düşünmek doğru olur. İlkelerin bir kısmı tüm gruplar için zorunludur; kalan ilkeler için ise uygulama uygulamıyorsa açıkla yaklaşımı geçerlidir, yani ortaklık ilkeye uymuyorsa bunun gerekçesini, doğurduğu çıkar çatışmalarını ve gelecekteki uyum planını açıklamak zorundadır. Uyum durumu Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden, gönüllü ilkelere ilişkin Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ile mevcut uygulamaları gösteren Kurumsal Yönetim Bilgi Formu şablonları kullanılarak raporlanır. İkelere uyum zorunluluğu yerine getirilmezse Kurul, yeterli sayıda üye bulunmasına rağmen gerekli kararların alınmaması hâlinde ortaklığa süre verir; verilen sürede uyum sağlanmazsa bağımsızlık kriterini taşıyan gerekli sayıda bağımsız üyeyi resen atayabilir.

İkinci başlık ilişkili taraf işlemleridir ve türev bir mantık üzerine kuruludur: işlem büyüdükçe denetim de sıkılaşır. Ortaklıklar ile bağlı ortaklıklarının ilişkili tarafları ile gerçekleştireceği, yaygın ve süreklilik arz etmeyen işlemlere başlamadan önce, işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı alınması zorunludur. İşlem tutarının, kamuya açıklanan finansal tablolaradaki varlık toplamına, hasılatı ya da hesaplanan şirket değerine oranı belirli bir düzeyin, kaynak metindeki ifadeyle yüzde beşin üzerine çıkacaksa, işlem öncesinde Kurulca belirlenen bir kuruluşa değerlendirme yaptırılması gerekir. Bu oran daha yüksek bir eşiğe, yüzde ona ulaşacaksa değerlemeye ek olarak yönetim kurulu kararında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır ve bu toplantıda ilişkili taraf niteliğindeki üyeler oy kullanamaz. Bağımsız üyelerin çoğunluğu işlemi onaylamazsa durum yeterli bilgiyle Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanır ve işlem genel kurul onayına sunulur; genel kurulda işlemin tarafları ve bunlarla ilişkili kişiler oy kullanamaz. Yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerde ise kapsam ve şartlar yönetim kurulunca karara bağlanır ve tutar yüzde onluk oranı aşacaksa piyasa koşullarıyla karşılaştırmayı içeren bir rapor hazırlanıp açıklanır.

Üçüncü başlık diğer hükümleri toplar. Bunların başında yatırımcı ilişkileri bölümü gelir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar, kendileri ile yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlamak üzere bir yatırımcı ilişkileri bölümü oluşturur; bu bölüm genel müdüre veya bir genel müdür yardımcısına doğrudan bağlı çalışır ve

faaliyetlerine ilişkin olarak yılda en az bir kez yönetim kuruluna rapor sunar. Bölüm yöneticisinin kural olarak Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı ile Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansına sahip olması, tam zamanlı çalışması ve kurumsal yönetim komitesi üyesi olarak görevlendirilmesi beklenir. Bölümün başlıca görevleri arasında yatırımcılarla yapılan yazışmaların düzenli tutulması, pay sahiplerinin bilgi taleplerinin yanıtlanması ve genel kurul toplantısının mevzuata uygun yürütülmesi için gerekli belgelerin hazırlanması yer alır. Bu başlık ayrıca ortaklıkların üçüncü kişiler lehine verebileceği teminat, rehin, ipotek ve kefaletleri sınırlar; kural olarak ortaklıklar kendi tüzel kişilikleri, tam konsolidasyona dâhil ettikleri ortaklıklar ve olağan ticari faaliyet gereği belirli hâller dışında üçüncü kişiler lehine bu tür güvenceler veremez, olağan ticari faaliyet kapsamındaki hâllerde ise bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır. Böylece Tebliğ, ilkelerle çizdiği çerçeveyi ilişkili taraf işlemleri ve güvence verme gibi somut risk alanlarında denetlenebilir kurallara dönüştürmüş olur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.1 · Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (III-48.1): Yapı, Yatırım Serbestisi ve Portföy Sınırları

KISACA

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkullerden, gayrimenkul projelerinden, gayrimenkule dayalı haklardan, altyapı yatırım ve hizmetlerinden ve sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan bir sermaye piyasası kurumudur. III-48.1 sayılı Tebliğ iki temel yapı tanımlar: gayrimenkul, gayrimenkule dayalı hak ve projelere yatırım yapan ortaklıklar ile münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklar. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulur, unvanlarında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ibaresini taşır ve paylarının belirli bir kısmını halka arz etmeyi taahhüt eder. Yatırım tarafında geniş bir serbesti tanınmakla birlikte katı sınırlar da vardır: aktif toplamının en az yarısından fazlasını ana faaliyet varlıklarına ayırmak zorundadırlar, hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının belirli bir oranından fazlasına sahip olamazlar, altın ve emtiaya yatırım yapamaz, mevduat toplayamaz, kredi veremez ve gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemezler. Kısacası Tebliğ, gayrimenkulü kurumsal ve şeffaf bir yatırım aracına dönüştürürken ortaklığı bir inşaat ya da işletme şirketi olmaktan özenle uzak tutar.

Gayrimenkul, geleneksel olarak likit olmayan, bölünmesi güç ve tek tek yatırımcı için erişimi pahalı bir varlıktır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bu varlığı sermaye piyasasının kurumsal ve denetlenebilir diline taşıyan araçtır. III-48.1 sayılı Tebliğ, gayrimenkul yatırım ortaklığını, gayrimenkullerden, gayrimenkul projelerinden, gayrimenkule dayalı haklardan, altyapı yatırım ve hizmetlerinden, sermaye piyasası araçlarından, para piyasası ve ters repo işlemlerinden, mevduat ve katılma hesaplarından ve iştiraklerden oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan bir sermaye piyasası kurumu olarak tanımlar. Tebliğ iki yapı öngörür: bir yanda gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan ortaklıklar, diğer yanda münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklar. İkinci gruptaki ortaklıkların yalnızca bu faaliyette bulunmak üzere kurulması veya dönüşmesi zorunludur ve esas sözleşmelerinde bu husus açıkça yer alır.

Ortaklıklar belirli bir alanda faaliyet göstermek ya da belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırıma yönelmek amacıyla da kurulabilir; bu durumda aktif toplamının belirli bir bölümünün, kaynak metindeki oranla en az yüzde yetmiş beşinin, o faaliyet kapsamındaki yatırımlardan oluşması ve unvanlarında bu faaliyete, projeye ya da gayrimenkule ilişkin bir ifadeye yer verilmesi gerekir. Kuruluş ya da dönüşüm için Kurulca aranan başlıca şartlar şunlardır: ortaklığın kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olması, ticaret unvanında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ibaresini taşıması, esas sözleşmesinin Kanun ile Tebliğe uygun olması, kurucu ve ortakların Tebliğdeki nitelikleri taşıması ve sermayenin belirli bir oranındaki paylarının, kaynak metindeki ifadeyle yüzde yirmi beşlik kısmının, belirlenen süre ve esaslar içinde halka arz edileceğinin ya da nitelikli yatırımcıya satılacağı Kurula

taahhüt edilmesi. Başlangıç sermayesi için öngörülen asgari tutarlar Kurulca güncellenen değerler olduğundan, ezberlenmesi gereken sabit sayılar olarak değil güncel Tebliğ metninden okunacak eşikler olarak düşünülmelidir.

Yatırım tarafında Tebliğ geniş bir hareket alanı tanır. Ortaklıklar alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, depo ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alabilir, satabilir ve kiraya verebilir. Portföye alınacak yapılarda kural olarak yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması gerekir. Portföye ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya değerini önemli ölçüde etkileyecek bir takyidatı olmayan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı haklar dâhil edilebilir. Ortaklıklar kendi arsaları üzerinde ya da hasılat paylaşımı veya kat karşılığı sözleşmelerle başkalarına ait arsalar üzerinde proje geliştirebilir, üst hakkı ve intifa hakkı tesis edebilir, mülkiyetini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir. Sermaye piyasası tarafında ise aracılık niteliği taşımamak kaydıyla araç alıp satabilir, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, mevduat ve katılma hesabı açtırabilir; portföyündeki araçların piyasa değerinin en fazla yarısı tutarındaki araçları, en fazla doksan iş günü süreyle ve en az yüzde yüz teminat karşılığında ödünç verebilir.

Bu serbestinin karşısında dikkatle çizilmiş sınırlar durur. Ortaklıklar hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının yüzde beşinden fazlasına sahip olamaz ve tek bir ihraççıya ait para ve sermaye piyasası araçları yatırımlarının toplamı aktif toplamının yüzde onunu aşamaz. Altına, kıymetli madenlere ve diğer emtialar ile bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar. Yatırım fonu payları ve türev araçlar dışında borsalarda veya teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen araçlara yatırım yapamaz, alım satımlarını borsa kanalıyla yürütmek zorundadırlar. Sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz, kredili işlem yapamaz ve ödünç alamazlar; türev araçları da yalnızca korunma amacıyla kullanabilir, bu amacı aşan işlemlere giremezler. Varlıkların portföye alım ve satımında ödeyebilecekleri komisyon da belirli bir oranla, kaynak metindeki ifadeyle varlık değerinin yüzde üçüyle sınırlıdır.

Bazı işler ise ortaklıklara tümüyle yasaktır. Bankacılık mevzuatı anlamında mevduat veya katılım fonu toplayamaz, izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyette bulunamazlar. Gayrimenkullerin inşaat işlerini hiçbir şekilde kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Otel, hastane, alışveriş merkezi ve benzeri gayrimenkulleri ticari maksatla bizzat işletemez, kredi veremez ve sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar. Bu yasaklar birlikte okunduğunda ortaya net bir tercih çıkar: ortaklık bir gayrimenkul yatırımcısı ve kiralayıcısıdır, bir müteahhit ya da işletmeci değildir.

Bütün bu kuralların üzerinde portföy sınırlamaları durur. Ortaklıklar aktif toplamının en az yüzde ellibirini gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul yatırım fonu katılma payları ile ilgili iştiraklere ayırmak zorundadır; münhasıran altyapı yatırımlarından oluşan portföyü işletecek ortaklıklarda bu asgari oran yüzde yetmiş beşe yükselir. Alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerinde herhangi bir proje geliştirilmeyen atıl arsa ve arazilerin oranı aktif toplamının yüzde yirmisini aşamaz. Ortaklık hesap dönemi sonunda bu asgari yatırım oranını sağlayamazsa, talebi üzerine Kurulca uygun görülmesi hâlinde oranı sağlaması için bir yıl süre verilebilir;

bu sürenin sonunda da oran tutturulamazsa ortaklık, esas sözleşmesini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak biçimde değiştirmek üzere Kurula başvurmak zorundadır ve aksi hâlde Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca sona ermiş sayılır. Böylece Tebliğ, ortaklığın adının hakkını vermesini, yani sermayesinin ağırlıklı kısmını gerçekten gayrimenkule yönlendirmesini sürekli bir denetim altında tutar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.2 • Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (III-48.5): Sabit ve Değişken Sermayeli Yapılar

KISACA

III-48.5 sayılı Tebliğ, menkul kıymet yatırım ortaklıklarını iki ayrı yapı olarak düzenler. Sabit sermayeli ortaklık, kayıtlı sermaye esasına göre kurulan ve sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla faaliyet gösteren bir sermaye piyasası kurumudur; payları borsada işlem gören, kapalı uçlu bir yapıdır. Değişken sermayeli ortaklık ise sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan, açık uçlu bir yapıdır ve portföyünü belirli türlerde oluşturur.

Sabit sermayeli ortaklıklar risk dağıtımı için portföy çeşitlendirmesi yapar, ancak katı sınırlara tabidir: net aktif değer belirlenen orandan fazlası tek bir ihraççıya yatırılmaz, tek bir ihraççının sermaye veya oy haklarının belirli bir oranından fazlasına sahip olunamaz, diğer sabit sermayeli ortaklıkların paylarına yatırım yapılamaz. Bu ortaklıklar ödünç para veremez, mevduat toplayamaz, aracılık yapamaz, açığa satış ve kredili işlem gerçekleştiremez ve portföylerine rayiç değerinin üzerinde varlık alamaz. Böylece menkul kıymet yatırım ortaklığı, dağıtılmış ve profesyonelce yönetilen bir portföyü kurumsal bir çatı altında yatırımcıya sunar.

Tek bir yatırımcının kendi başına dengeli ve iyi çeşitlendirilmiş bir menkul kıymet portföyü kurması hem bilgi hem de ölçek açısından güçtür. Menkul kıymet yatırım ortaklığı, bu işi kurumsal bir çatı altında, profesyonel yönetimle ve şeffaf kurallarla yapan bir sermaye piyasası kurumudur. III-48.5 sayılı Tebliğ bu ortaklıkları iki ayrı yapı olarak düzenler ve ikisini birbirinden ayıran temel çizgi sermayenin niteliğidir.

Sabit sermayeli ortaklık, kayıtlı sermaye esasına göre anonim ortaklık biçiminde kurulan ve Tebliğde sayılan varlıklardan oluşan bir portföyü işletmek amacıyla faaliyet gösteren bir kurumdur. Portföyüne yerli ve yabancı ihraççıların payları ile kamu ve özel sektör borçlanma araçları, on iki aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabı, borsada işlem görmeleri kaydıyla altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı araçlar, yatırım fonu katılma payları, repo ve ters repo işlemleri, kira ve gayrimenkul sertifikaları, varant ve sertifikalar, Takasbank para piyasası işlemleri ile türev araç işlemlerinin nakit teminatları girebilir. Ortaklığın başlıca işi bu portföyü oluşturmak, işletmek ve gerektiğinde değiştirmek; portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini faaliyet alanlarına ve şirketlerin durumuna göre en aza indirecek biçimde dağıtmak; piyasa gelişmelerini sürekli izlemek ve portföyün değerini korumaya yönelik araştırmalar yapmaktır.

Sabit sermayeli ortaklığın kuruluşunun Kurulca uygun görülebilmesi için birkaç şart aranır: kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulması, çıkarılmış sermayesinin belirli bir oranındaki, kaynak metindeki ifadeyle en az yüzde kırk dokuzluk kısmındaki payların halka arz edileceğinin taahhüt edilmesi, kuruluş sermayesinin Kurulca belirlenen asgari tutarın altında olmaması, paylarının nakit karşılığı çıkarılıp bedellerinin tam ve nakden ödenmesi, unvanında Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı ibaresini taşıması, kurucularından en az birinin lider sermayedar olması ve portföyün saklanması için

yetkili bir kuruluşun belirlenmiş olmasıdır. Kuruluş sermayesine ilişkin asgari tutar Kurulca güncellenen bir değer olduğundan, sabit bir rakam gibi ezberlenmemelidir.

Bu ortaklıkların yapamayacağı işler, portföyün amacını ve güvenliğini korumaya yöneliktir. Ödünç para verme işiyle uğraşamaz, mevduat veya katılım fonu toplayamaz, ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamaz ve aracılık yapamazlar. Açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi gerçekleştiremez; portföydeki varlıkları kural olarak rehin veremez ya da teminat gösteremezler, yalnızca kredi temini için portföyün belirli bir oranını, kaynak metindeki ifadeyle yüzde onunu teminat olarak gösterebilirler. Ayrıca portföylerine hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık alamaz ve portföyden bu değer altında varlık satamazlar; borsada işlem gören varlıklar için rayiç değer borsa fiyatıdır.

Portföy sınırlamaları net aktif değer üzerinden kurulur ve konsantrasyonu engellemeye hizmet eder. Net aktif değer belirlenir, yani yüzde onundan fazlası tek bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; net aktif değer yüzde beşinden fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplam değeri ise yüzde kırkı aşamaz. Aynı grubun araçlarına yapılacak yatırım net aktif değer yüzde yirmisiyle, tek bir ihraççının tedavüldeki borçlanma araçlarına yapılacak yatırım da o ihraççının yüzde onuyla sınırlıdır. Devlet iç borçlanma senetleri gibi kamu araçları için bu sınırlar uygulanmaz, ancak tek bir varlığa yapılan yatırım için daha yüksek bir üst sınır öngörülür. Ortaklık tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının yüzde onundan fazlasına sahip olamaz; böylece bir yatırımcı olarak kalır, bir hakim ortağa dönüşmez. Kıymetli madenlere net aktif değer en fazla yüzde yirmisi, yatırım fonu katılma paylarına en fazla yüzde yirmisi ayrılabilir; tek bir fona yapılan yatırım ise yüzde beşi geçemez. Mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar net aktif değer yüzde onuyla, tek bir bankadaki tutar ise yüzde üçüyle sınırlıdır. Ayrıca sabit sermayeli ortaklıklar diğer sabit sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarına yatırım yapamaz ve portföydeki varlıkların alım satımını borsa kanalıyla yürütür.

Değişken sermayeli ortaklık ise farklı bir mantık üzerine kuruludur. Bu ortaklığın sermayesi her zaman net aktif değerine eşittir; yani yatırımcı girişi ve çıkışıyla birlikte sermaye kendiliğinden değişir. Portföyüne sabit sermayeli ortaklığına benzer varlıklar girebilir, ancak esas sözleşmede belirtilmek şartıyla portföy belirli türlerde kurulur: borçlanma araçları portföyü, hisse senedi portföyü, kıymetli madenler portföyü, para piyasası portföyü, katılım portföyü, değişken portföy, serbest portföy ve dengeli portföy bunların başlıcalarıdır. Örneğin bir hisse senedi portföyünde net aktif değer en az yüzde sekseni sürekli olarak paylara yatırılırken, para piyasası portföyü kısa vadeli ve yüksek likiditeli araçlardan oluşur; serbest portföyün payları ise yalnızca nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulur. Ortaklık portföyünün, portföy yönetim şirketlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde ve yeterli tecrübeye sahip portföy yöneticileri tarafından, yatırımcının çıkarını gözetecek biçimde yönetilmesi ve varlıkların yetkili bir portföy saklayıcısı nezdinde saklanması zorunludur. Böylece Tebliğ, aynı amaca, yani menkul kıymet portföyünün kurumsal biçimde işletilmesine, biri kapalı diğeri açık uçlu iki farklı yapıyla ulaşmış olur.

1.4.3 · Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1**Portföy Yönetim Şirketleri (III-55.1): Fonların Kurucusu ve Portföyün Vekili****KISACA**

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan, anonim ortaklık biçiminde kurulan bir sermaye piyasası kurumudur. III-55.1 sayılı Tebliğ bu şirketlerin kuruluş ve faaliyet esaslarını düzenler. Yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve muadili yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de şirketin ana faaliyeti kapsamında değerlendirilir. Şirket, Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla kolektif ve bireysel portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı yapabilir, izin alarak fon katılma paylarının pazarlama ve dağıtımını üstlenebilir. Kolektif portföy yöneticiliği, yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarına ait portföylerin maddi menfaat karşılığında vekil sıfatıyla yönetilmesidir. Şirket bu faaliyeti yürütürken katılma payı sahiplerinin çıkarını gözetmek, basiretli bir vekil gibi davranmak, çıkar çatışmasına meydan vermemek ve önceden belirlenmiş bir getiri garantisi vermemekle yükümlüdür. Müşteri portföyündeki varlıklar yetkili bir portföy saklayıcısı nezdinde, şirketin kendi malvarlığından ayrı olarak saklanır.

Yatırım fonları ile portföy yönetim şirketleri arasındaki ilişki, kolektif yatırım sisteminin kalbidir; çünkü bir yatırım fonunun kurucusu ve yöneticisi çoğunlukla bir portföy yönetim şirkettir. III-55.1 sayılı Tebliğ, bu şirketlerin ne olduğunu, hangi faaliyetleri hangi koşullarla yürütebileceğini ve bunu yaparken hangi ilkelere bağlı kalacağını düzenler. Tebliğe göre portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan, anonim ortaklık biçiminde kurulan bir sermaye piyasası kurumudur. Yatırım ortaklıklarının, bireysel emeklilik mevzuatı kapsamında kurulan emeklilik yatırım fonlarının ve bunların muadili yurt dışında kurulmuş yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de şirketin ana faaliyeti içinde sayılır.

Şirketin faaliyet alanı yetki belgesi ve izin sistemi üzerine kuruludur. Şirket, Kuruldan yetki belgesi almak koşuluyla portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir; bir yetki belgesiyle bir veya birden fazla faaliyet izni verilebilir. Portföy yöneticiliği faaliyeti kolektif ve bireysel olmak üzere ikiye ayrılır. Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarına ait portföylerin maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir ve bu faaliyetin kapsamı Avrupa Birliği'nin kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerine paralel biçimde belirlenmiştir. Kolektif portföy yöneticiliği yapmaya yetkili şirketlerin bireysel portföy yöneticiliği yapmasına da imkân tanınmıştır. Ayrıca şirket, Kuruldan izin almak, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak ve gerekli mekan, donanım ve personele sahip olmak koşuluyla yatırım fonu katılma paylarının pazarlama ve dağıtımını üstlenebilir. Yatırım araştırması, finansal analiz ve genel tavsiyede bulunmak, danışmanlık ile servet yönetimi ve finansal planlama gibi bazı yan hizmetler ise yetki belgesine tabi olmaksızın, Kurula bildirimde bulunmak ve gereken özsermayeye sahip olmak koşuluyla verilebilir.

Kuruluş için Kurulca aranan başlıca şartlar şunlardır: şirketin kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olarak kurulması, paylarının tamamının nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılması, başlangıç sermayesinin Kurulca belirlenen asgari tutarın altında olmaması, esas sözleşmesinin Kanun ve Kurul düzenlemelerine uygun olması ve kurucu ortaklar ile önemli etkiye sahip ortakların Tebliğdeki nitelikleri taşımasıdır. Şirketin ticaret unvanında portföy yönetimi ibaresini kullanması zorunludur; münhasıran girişim sermayesi yatırım fonu ya da gayrimenkul yatırım fonu kurup yönetmek üzere kurulması hâlinde unvanda buna uygun ifade yer alır. Başlangıç sermayesine ilişkin asgari tutar Kurulca güncellenen bir değer olduğundan sabit bir sayı gibi ele alınmamalıdır.

Kolektif portföy yöneticiliği faaliyetine hâkim olan ilkeler, güven ilişkisinin doğasından kaynaklanır; çünkü şirket başkasının parasını, onun çıkarına yönetmektedir. Şirket her şeyden önce kolektif yatırım kuruluşlarının katılma payı sahipleri ve ortaklarının çıkarlarını gözetmekle yükümlüdür. Bu çerçevede müşteri portföyüne hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık alınamaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Şirket, portföyde yer alan varlıklar üzerinde kendisi veya üçüncü kişiler lehine hukuki tasarrufta bulunamaz, kendine çıkar sağlamak amacıyla alım satım yapamaz ve müşteri hesabına verdiği emirlerde gerekli özen ile basireti göstermek zorundadır. Benzer işi üstlenen basiretli bir vekil gibi davranmak ve yönettiği portföyler arasında çıkar çatışmasına meydan vermemek koşuluyla hareket eder; birden fazla portföy yönettiğinde birinin lehine, diğerinin aleyhine sonuç doğuracak işlemlerden kaçınır. Yatırım kararlarını güvenilir gerekçe, bilgi, belge ve analizlere dayandırmak; içtüzük, izahname ve esas sözleşmede belirlenen yatırım ilkelerine uymak ve bu belgeleri en az beş yıl saklamak zorundadır. Portföyün önceden saptanmış belirli bir getiriye sağlayacağına dair sözlü ya da yazılı garanti veremez ve reklamlarında bu anlama gelecek ifadeler kullanamaz.

Bu ilkeleri somutlaştıran araç portföy yönetim sözleşmesidir. Şirket, kurucusu olduğu fonlar hariç olmak üzere müşterileriyle, Tebliğin ekinde yer alan asgari unsurları içeren yazılı bir sözleşme imzalamak zorundadır. Sözleşme, müşterinin portföyünün yönetimini inançlı devir esasına göre şirkete bırakması ve şirketin bu portföyü özen ve sadakat yükümlülüğü altında yönetmesi anlamına gelir. Şirket, sözleşmede belirtilen portföy yöneticilerinin görevlerini ifa ederken sözleşmeye, içtüzüğe, izahnameye ve mevzuata aykırı yaptıkları tüm işlemlerden ve özen ile sadakat yükümlülüğüne aykırı fiillerinden doğan zararlardan müşteriye karşı doğrudan sorumludur; sözleşmeye bunun aksine hüküm konulamaz. Müşteri portföyündeki varlıkların, Kurulun portföy saklama hizmetine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yetkili bir portföy saklayıcısı nezdinde saklanması zorunludur; böylece varlıklar şirketin kendi malvarlığından ayrı tutulur. Bireysel portföy yöneticiliğinde de varlıklar aynı şekilde yetkili saklayıcı nezdinde saklanır. Sonuçta Tebliğ, portföy yönetim şirketini hem fonların kurucusu ve yöneticisi hem de müşterinin parasının güvenilir vekili olarak konumlandırır ve bu iki rolün gerektirdiği güveni ayrıntılı ilkelerle koruma altına alır.

1.4.4 · Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1

Yatırım Fonları (III-52.1): İnançlı Mülkiyet, Şemsiye Fon Yapısı ve Portföy Sınırları

KISACA

Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre bir portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketi tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. III-52.1 sayılı Tebliğ, fonların kuruluşunu, portföy sınırlamalarını ve işleyişini düzenler.

Fonlar şemsiye fon çatısı altında ihraç edilir; şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında çıkarılan tüm fonları kapsar ve her bir fonun varlıkları ile yükümlülükleri birbirinden ayrıdır. Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır; haczedilemez, rehnedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Portföy, yeterli tecrübeye sahip portföy yöneticileri tarafından yatırımcının çıkarını gözeterek biçimde yönetilir ve varlıklar portföy saklayıcısı nezdinde saklanır. Tebliğ borçlanma araçları, hisse senedi, para piyasası, katılım, serbest ve koruma amaçlı gibi çeşitli şemsiye fon türleri tanımlar ve konsantrasyonu önlemek için ayrıntılı portföy sınırlamaları koyar.

Yatırım fonu, kolektif yatırım fikrinin en saf hâlidir: çok sayıda tasarruf sahibinin parası bir havuzda toplanır, bu havuz profesyonelce yönetilen bir portföye dönüşür ve her yatırımcı havuzdaki payı oranında bu portföyün getirisine ve riskine ortak olur. III-52.1 sayılı Tebliğ, yatırım fonunu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, Tebliğde belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığı olarak tanımlar. Buradaki iki anahtar kavram fonun hukuki kimliğini belirler: fonun tüzel kişiliği yoktur, dolayısıyla bir şirket değil bir malvarlığıdır; ve fon inançlı mülkiyet esasına dayanır, yani portföydeki varlıklar hukuken kurucu adına görünse de fiilen tasarruf sahipleri hesabına tutulur.

Fonların ihraç edildiği yapı şemsiye fondur. Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur ve yalnızca Tebliğde sayılan varlık ve işlemlerden oluşan portföyleri işletmek amacıyla kurulur. Bir şemsiye fona bağlı olarak, her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenmesi şartıyla farklı fonlar oluşturulur. Bu yapının en önemli özelliği ayrılık ilkesidir: her bir fonun tüm varlık ve yükümlülükleri birbirinden ayrıdır, dolayısıyla bir fonun durumu diğerini etkilemez. Şemsiye fon için yapılması gereken ortak giderler, fonların toplam değerleri dikkate alınarak oransal biçimde portföylerden karşılanır ve Tebliğ hükümleri aksi belirtilmedikçe her fon için ayrı ayrı uygulanır.

Fonun malvarlığının güvenliği, sistemin en kritik güvencelerinden biridir. Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır; burada kurucu, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan portföy yönetim şirketini, portföy saklayıcısı ise yetkilendirilmiş saklama hizmetini yürüten kuruluşu ifade eder. Fon malvarlığı, içtüzük ve izahnamede hüküm bulunması ve fon hesabına olması kaydıyla kredi almak veya türev araç gibi belirli işlemlerde bulunmak dışında teminat

gösterilemez ve rehnedilemez. Daha da önemlisi, kurucunun ya da saklayıcının yönetimi kamu kurumlarına devredilse dahi fon malvarlığı başka amaçla kullanılamaz, kamu alacakları için olsa bile haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Bunun yanında, kurucunun üçüncü kişilere karşı borçları, fonların yine aynı kişilerdeki alacaklarıyla takas edilerek karşılıklı biçimde mahsup edilemez. Portföyün, fonun yatırım stratejisi doğrultusunda ve sermaye piyasası alanında yeterli tecrübeye sahip portföy yöneticileri tarafından, yatırımcının çıkarını gözeterek biçimde yönetilmesi ve varlıkların portföy saklayıcısı nezdinde saklanması zorunludur.

Fonlar tek tip değildir; Tebliğ farklı yatırım stratejilerine göre çeşitli şemsiye fon türleri tanımlar. Borçlanma araçları şemsiye fonunda toplam değer en az yüzde sekseni sürekli olarak borçlanma araçlarına, hisse senedi şemsiye fonunda paylara yatırılır. Bunların yanında kıymetli madenler şemsiye fonu, diğer fonların paylarından oluşan fon sepeti şemsiye fonu, kısa vadeli ve yüksek likiditeli araçlardan oluşan para piyasası şemsiye fonu, faize dayalı olmayan araçlardan oluşan katılım şemsiye fonu, herhangi bir türe girmeyen değişken şemsiye fon, yalnızca nitelikli yatırımcılara satılan serbest şemsiye fon ile garantili ve koruma amaçlı şemsiye fonlar sayılabilir. Özellikle vurgulanması gereken bir alt kavram hisse senedi yoğun fondur: fon portföy değerinin en az yüzde sekseni sürekli olarak, menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç, Borsa İstanbul'da işlem gören ihraççı paylarından oluşan fonlar bu şekilde adlandırılır. Fonun unvanı da yatırım stratejisine uygun olmak zorundadır; toplam değer en az yüzde sekseni belirli bir varlık grubuna, sektöre ya da coğrafi bölgeye yönlendiriliyorsa bu durum unvana yansıtılır, yabancı araçlara ağırlık veren fonların unvanında Yabancı ibaresi, belirli bir endeksi izleyen fonların unvanında ise Endeks ibaresi yer alır.

Riskin bir avuç varlığa yoğunlaşmasını önlemek için Tebliğ ayrıntılı portföy sınırlamaları koyar ve bunlar fon toplam değeri üzerinden hesaplanır. Fon toplam değerinin yüzde onundan fazlası tek bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler için bu oran yüzde yirmi beşe çıkar. Toplam değer yüzde beşinden fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplamı yüzde kırkı, aynı grubun araçlarına yapılan yatırım yüzde yirmiyi, tek bir ihraççının tedavüldeki borçlanma araçlarına yapılan yatırım da o ihraççının yüzde onunu aşamaz. Merkez Bankası, Hazine ve benzeri kamu kuruluşlarınca ihraç edilen araçlar bu sınırlar dışında tutulmakla birlikte, tek bir varlığa yapılan yatırım için daha yüksek bir üst sınır öngörülür. Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin ya da tüm oy haklarının yüzde onundan, aynı yöneticinin yönetimindeki tek bir kurucuya ait fonlar ise toplu olarak yüzde yirmisinden fazlasına sahip olamaz. Varant ve sertifikalara yapılan yatırımların toplamı toplam değer yüzde onunu, tek bir ihraççıya ait olanlar yüzde beşini aşamaz. Mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar yüzde onla, tek bir bankadaki tutar yüzde üçle sınırlıyken katılım fonlarında bu oranlar daha yüksek uygulanır. Fon portföyüne başka kolektif yatırım kuruluşlarının payları da toplam değer yüzde yirmisine kadar dâhil edilebilir. Portföye kural olarak borsada işlem gören varlıklar alınır ve alım satımların borsa kanalıyla yapılması esastır. Bütün bu sınırlar birlikte, yatırım fonunu tanımlı gereği çeşitlendirilmiş ve şeffaf bir araç olarak tutmayı amaçlar.

1.4.5 · Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2

Borsa Yatırım Fonları (III-52.2): Endeksi İzleyen Melez Ürünün İşleyişi

KISACA

Borsa yatırım fonu, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören, Kurulca uygun görülen bir endeksi izlemek üzere portföy yönetim şirketlerince içtüzükle kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Hukuki biçimiyle bir yatırım fonu olmakla birlikte payları borsada alınıp satıldığından menkul kıymet yatırım ortaklığına da benzer; bu yönüyle iki ürünün melez bir birleşimi sayılır. Pasif yönetilir, yani amacı endeksin üzerinde getiri değil endeksi olabildiğince yakından yansıtmaktır. Her payın iki ayrı değeri bulunur: kurucunun çok kısa aralıklarla hesapladığı birim pay değeri ve borsadaki arz talebe göre oluşan işlem fiyatı. Yetkilendirilmiş katılımcı aracılığıyla belirli büyüklüklerde yapılan birincil piyasa oluşturma ve geri alım işlemleri, arbitraj yoluyla bu iki değer birbirinden önemli ölçüde ayrışmasını engeller; böylece ortaklıklarda görülen iskontolu işlem sorunu borsa yatırım fonlarında yaşanmaz. Portföyün büyük bölümünün izlenen endeks kapsamındaki varlıklardan oluşması, fon büyüklüğünün belirli asgari sınırların altına inmemesi ve izlenen endeksten sapmanın takip farkı ile takip hatası üzerinden ölçülmesi Tebliğ'in temel kurallarındandır.

Borsa yatırım fonunu anlamanın en kolay yolu, onu iki tanıdık ürünün kesişiminde düşünmektir. Bir yatırım fonu gibi tüzel kişiliği yoktur; tasarruf sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esasıyla portföy işletilir ve fon bir portföy yönetim şirketi tarafından içtüzükle kurulur. Öte yandan payları Borsa İstanbul'da işlem gördüğü için, tıpkı bir menkul kıymet yatırım ortaklığı gibi ikincil piyasada el değiştirebilir. İşte bu ikili karakter, ürünün en ayırt edici yönüdür. Fon her zaman Kurulca uygun görülen bir endeksi izlemek üzere kurulur ve yönetimi pasiftir; yönetici endeksi geçmeye değil, onu mümkün olduğunca sadık biçimde temsil etmeye çalışır.

Bu yapı, fiyatlama açısından ilginç bir sonuç doğurur. Her katılma payının iki değeri vardır. Birincisi, kurucunun fon toplam değerini dolaşımdaki pay sayısına bölerek genellikle bir dakikanın altındaki aralıklarla hesaplayıp veri dağıtım firmaları aracılığıyla duyurduğu birim pay değeridir. İkincisi, payların borsadaki alım satımında arz ve talebe göre oluşan işlem fiyatıdır. Bu iki değer neden birbirine yakın kalır? Cevap arbitrajda gizlidir. İşlem fiyatı birim pay değerinin belirgin biçimde altına düşerse yatırımcı ucuz payı borsadan alıp iade ederek karşılığindeki menkul kıymetleri teslim alabilir; tersine işlem fiyatı yukarı çıkarsa endeksi temsil eden kıymetleri teslim edip yeni pay oluşturarak borsada satabilir. Bu oluşturma ve geri alım işlemleri sürdükçe iki değer birbirine yaklaşır ve ortaklıklarda sık görülen kalıcı iskontolu işlem sorunu burada ortaya çıkmaz.

Birincil piyasa işlemleri, kurucuyla sözleşme imzalamış ve Kuruldan izin almış bir aracı kurum olan yetkilendirilmiş katılımcı üzerinden yürür. Bu işlemler belirli bir pay miktarının ve katlarının karşılığında aynı ve/veya nakdi olarak gerçekleştirilir; büyük hacimlerde yapıldığından birincil piyasayı çoğunlukla nitelikli yatırımcılar kullanır. Küçük yatırımcı ise borsadan tek tek menkul kıymet almak yerine tek bir

payı satın alarak tüm endekse yatırım yapabilir; üstelik yaygın erişim ve endeks fonlara kıyasla düşük yönetim ücreti bu ürünü endeks takibi açısından cazip kılar.

Fonun başarısı, izlediği endeksi ne kadar iyi yansıttığıyla ölçülür ve Tebliğ bunun için iki kavram tanımlar. Takip farkı, fonun yıllık getirisiyle endeksin yıllık getirisi arasındaki farktır; takip hatası ise bu iki getiri arasındaki farkın zaman içindeki değişkenliğidir. Fon, toplam değerinin en az yüzde sekseni sürekli olarak ya izlenen endeks kapsamındaki varlıklarda, ya aynı endeksi izleyen yabancı borsa yatırım fonlarının paylarında, ya da endeks kapsamında zorunlu olmayan alternatif varlıklarda tutulmak suretiyle endeksi izler. Portföyü, endeksin bütününe birebir yansıtan tam kopyalama yoluyla ya da en yüksek korelasyona sahip bileşenleri seçen örnekleme yöntemiyle oluşturmak mümkündür. Endeks getirisini taahhüt eden swap sözleşmelerine de yer verilebilir; ancak bu sözleşmelerden doğan karşı taraf riski hiçbir biçimde fon toplam değerinin yüzde onunu aşamaz.

Fonun büyüklüğü de kurala bağlanmıştır. Payların likiditesinin ve işlem hacminin çok düşük kalmaması amacıyla Tebliğ, halka arz aşamasında konulacak avans ya da yapılacak halka arz tutarı için bir asgari eşik öngörür; ayrıca fon faaliyette olduğu sürece her ayın son iş gününde yapılan değerlendirmede fon toplam değerinin son üç aylık ortalamasının belirli bir asgari düzeyin altına inmemesi gerekir. Bu sınırın altına düşülürse Kurul bir defaya mahsus bir aylık ek süre tanır; ek sürenin sonunda da eşik sağlanamazsa fonun tasfiyesi ya da başka bir fon türüne dönüştürülmesi istenir. Kurul bu asgari tutarları her yıl yeniden belirleyip Kurul Bülteni ile ilan edebilir; bu nedenle ezberlenecek olan rakamlar değil, işleyen mekanizmadır.

Unvan kuralları da yatırımcıyı doğru yönlendirmeye dönüktür. Toplam değerinin en az yüzde sekseni oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fonların unvanında "Yabancı", faize dayalı olmayan varlıklardan oluşanların unvanında "katılım fonu", portföyünde yabancı para ve kıymetli maden bulunmayanların unvanında ise "(TL)" ibaresi yer alır. Portföy sınırlamaları da ayrıntılıdır: varant ve yatırım kuruluşu sertifikalarının toplamı fon toplam değerinin yüzde onunu, tek ihraççıdan olanlar yüzde beşini geçemez; vadeli mevduat ve katılma hesapları yüzde onla, tek bankadaki tutar yüzde üçle sınırlıdır. Kuruluş ve halka arza ilişkin izahname onayı başvuruları kural olarak birlikte değerlendirilir, kurucunun ilk fonunda ayrı yürütülür; yatırım fonlarından farklı olarak borsa yatırım fonu şemsiye fon biçiminde kurulamaz. Böylece ürün, endeks yatırımının kolaylığını borsanın likiditesiyle birleştiren, sıkı portföy ve büyüklük kurallarıyla çerçevelenmiş bir araç olarak karşımıza çıkar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.6 • Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III–52.3

Gayrimenkul Yatırım Fonları (III–52.3): Gayrimenkulü Menkul Kıymete Dönüştürmek

KISACA

Gayrimenkul yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan toplanan para ve gayrimenkul varlıklarıyla, inançlı mülkiyet esasına göre portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketlerince içtüzükle süreli veya süresiz kurulan bir malvarlığıdır. Kural olarak tüzel kişiliği yoktur; yalnızca tapu ve ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişi sayılır. Katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilir ve bu fonlar büyük ölçekli gayrimenkullere likidite kazandırmayı, gayrimenkulü bir anlamda menkul kıymete dönüştürmeyi amaçlar.

Fonun kimliğini belirleyen kural, toplam değerinin en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşma zorunluluğudur; buradaki gayrimenkul, arsadan otele, alışveriş merkezinden lojistik depoya kadar geniş bir yelpazeyi kapsar. Portföyün bağımsız bir portföy saklayıcısıncı saklanması, gayrimenkullerin her takvim yılı sonunda Kurulca uygun görülen kuruluşlarca değerlendirilmesi ve fon büyüklüğünün satışa başlanmasından itibaren en geç bir yıl içinde Tebliğ'de öngörülen asgari düzeye ulaşması gerekir. Bilgilendirme belgesi izahname değil, içtüzük ile ihraç belgesidir; performans ücreti alınabilir ve fon başka bir fona dönüştürülemez ya da birleştirilemez.

Gayrimenkul yatırım fonları, ülkemiz sermaye piyasasına 6362 sayılı Kanun'la giren ve ilgili Tebliğ'le ayrıntısı düzenlenen görece yeni bir araçtır. Temel işlevleri, büyük ölçekli gayrimenkulleri tek bir yatırımcının erişemeyeceği ölçeğe taşımak, bu varlıklara likidite kazandırmak ve gayrimenkulü menkul kıymetleştirerek yatırımcıyı gayrimenkul sahibiyle buluşturmadır. Fon, nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para, doğrudan gayrimenkuller, belirli koşullardaki gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler ve gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esasıyla işletilir. Kurucusu bir portföy yönetim şirketi, gayrimenkul portföy yönetim şirketi ya da gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi olabilir ve fon içtüzükle süreli veya süresiz kurulabilir.

Fonun hukuki niteliği dikkat ister. Kural olarak tüzel kişiliği yoktur; ancak tapuya tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme gibi sicil işlemleri ile ortağı olacağı anonim ortaklıkların kuruluş, sermaye artırımı veya pay devri gibi ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişi kabul edilir. Fonun malvarlığı kurucunun, saklayıcının ve yöneticinin malvarlığından ayrıdır; bu ayrılık sayesinde fon varlıkları kurucunun borçları için haczedilemez, ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. Portföydeki gayrimenkuller tapuya fon adına tescil edilir ve fon adına yapılacak tapu işlemleri kurucu ile saklayıcıyı temsil eden yetkililerin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir.

Fonu bir gayrimenkul fonu yapan asıl kural, toplam değerinin en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunluluğudur. Buradaki gayrimenkul kavramı geniştir: arsa ve arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park ve hastane gibi her türlü taşınmaz bu kapsama girer. Aktif toplamının sürekli olarak en az dörtte üçü yurtiçi gayrimenkul yatırımlarından oluşan anonim

ortaklıkların paylarına ise ancak sınırlı bir oranda yer verilebilir. Üzerinde ipotek ya da değeri etkileyen bir takyidat bulunan gayrimenkuller, içtüzükte hüküm olması koşuluyla portföye alınabilir; fakat bunların değeri fon toplam değerinin belirli bir oranını aşamaz. Fon, gayrimenkul projelerine kural olarak yatırım yapamaz ve inşaat işlerini kendisi üstlenemez; bu işler ancak yapı kullanma izni ve kat mülkiyeti gibi koşullar sağlandığında ve yetki belgesine sahip müteahhitlerle imzalanan sözleşmeler çerçevesinde yürütülür.

Fonun yönetimi de özel bir organizasyon ister. Kurucunun yönetim kurulu üyelerinden en az birinin, gayrimenkul alım satımı dışında gayrimenkul yatırımları konusunda belirli bir süre deneyim taşıması; ayrıca kurucu nezdinde bu niteliğe sahip üye, genel müdür ve bir gayrimenkul değerlendirme uzmanının yer aldığı bir yatırım komitesi kurulması zorunludur. Fon tüm faaliyetlerinin icrasında kurucunun yönetim kurulunca temsil edilir; kuruluş, katılma payı ihracı, tasfiye ve yönetim ücreti artışı gibi yatırımcının kararını etkileyebilecek işlemlerin yönetim kurulu kararıyla yapılması gerekir. Kurucu, katılma paylarının fona iadesinde gerekli likiditeyi sağlamakla yükümlüdür; ancak içtüzükte hüküm bulunması ve satışın yatırımcının zararına olacağına tespiti halinde geri alımı en fazla bir yıl erteleyebilir.

Büyüklik ve süre kuralları fonun ciddiyetini güvence altına alır. Katılma paylarının nitelikli yatırımcıya satışına başlanmasından itibaren en geç bir yıl içinde fon portföy değerinin Tebliğ'de belirlenen asgari büyüklüğe ulaşması gerekir; Kurul bu tutarı her yıl yeniden belirleyip Bülten ile ilan edebilir. Süre sonunda asgari değere ulaşamazsa fonun yatırım faaliyetlerine son verilir ve en geç altı ay içinde tasfiyesi için Kurula başvurulur. Değerleme de düzenli bir yükümlülüktür: portföydeki gayrimenkullerin değeri asgari olarak her takvim yılı sonunda, Kurulca uygun görülen gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarınca tespit ettirilir; aynı kuruluştan üst üste en fazla üç yıl hizmet alınabilir ve alım, satım ile kiralama işlemleri bu değerlendirme sonuçları gözetilerek yapılır.

Bilgilendirme ve para toplama süreci de yatırım fonlarından ayrışır. Fonun bilgilendirme belgeleri, bir izahname değil, içtüzük ile ihraç belgesidir; katılma paylarının ihracı için ihraç belgesinin Kurulca onaylanması yeterlidir ve ayrıca izahname düzenlenmez. Onay, sunulan belgelerin eksiksizliğine göre belirli bir sürede sonuçlandırılır ve onaylanan ihraç belgesi ticaret siciline tescil edilmez. Katılma payı sahiplerine tanınan hakları farklılaştırmak için aynı fonda farklı pay grupları oluşturulabilir, katılma payı alım satımı birim pay değerinden farklı bir fiyattan yapılabilir ve içtüzükte hüküm bulunması koşuluyla performans ücreti alınabilir. Fon, azami belirli bir oranda kredi ya da faizsiz finansman kullanabilir. Son olarak, gayrimenkul yatırım fonu başka bir fonla birleştirilemez veya başka bir fona dönüştürülemez; Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde ise Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin hükümleri uygulanır. Bütün bu kurallar bir araya geldiğinde, gayrimenkulün büyük ve hantal doğasını, sıkı değerlendirme ve saklama disipliniyle yatırımcıya taşıyabilen özel bir kolektif yatırım aracı ortaya çıkar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

1.4.7 · Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (III-52.4): Kaynak Taahhüdüyle Girişime Yatırım

KISACA

Girişim sermayesi yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payı ya da iştirak payı karşılığında toplanan kaynakla, inançlı mülkiyet esasına göre girişim sermayesi yatırımlarından oluşan bir portföyü işleten, portföy yönetim şirketlerince içtüzükle yalnızca süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Uluslararası private equity modeline benzeyen bu ürünün ana faaliyeti, büyüme potansiyeli taşıyan girişim şirketlerine kaynak aktarmaktır.

Fonun toplam değerinin en az yüzde sekseni girişim sermayesi yatırımlarından oluşmalıdır; ancak bu yatırımlarda yoğunlaşma sınırı yoktur, dolayısıyla portföy tek bir girişim yatırımından bile meydana gelebilir. Nitelikli yatırımcılardan alınacak toplam kaynak taahhüdünün asgari tutarı 75 milyon Türk Lirası olarak belirlenmiştir; taahhüt edilen kaynağın tahsili ve yatırıma yönlendirilmesi belirli sürelerle bağlanmıştır. Girişim şirketi kural olarak Türkiye’de kurulu, büyüme ve katma değer potansiyeli taşıyan anonim veya limited şirkettir. Türev araçlar yalnızca korunma amacıyla kullanılabilir ve fon bir tür kapalı yapı olarak süreli kurulur.

Girişim sermayesi yatırım fonu, adı üzerinde, henüz olgunlaşmamış ama büyüme vaadi taşıyan şirketlere kaynak aktarmak için tasarlanmış bir kolektif yatırım aracıdır. Tebliğ, bu ürünle Lüksemburg, Hollanda ve Guernsey gibi ülkelerdeki başarılı uygulamalara benzer bir yapıyı ülkemize kazandırmıştır. Fon, nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esasıyla işletilir. Kurucusu bir portföy yönetim şirketi, girişim sermayesi portföy yönetim şirketi veya gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi olabilir. Gayrimenkul fonundan farklı olarak bu fon yalnızca süreli kurulur ve süresi içtüzük ile ihraç belgesinde belirtilir; kural olarak tüzel kişiliği olmayıp, yalnızca resmî sicil işlemleri ile ortağı olacağı şirketlerin ticaret sicili işlemleriyle sınırlı biçimde tüzel kişi sayılır.

Fonun kimliğini belirleyen kural, toplam değerinin en az yüzde sekseninin girişim sermayesi yatırımlarından oluşmasıdır. Buradaki en dikkat çekici nokta, bu yatırımlar için herhangi bir yoğunlaşma sınırının bulunmamasıdır; yani portföy tek bir girişim yatırımından bile meydana gelebilir. Girişim sermayesi yatırımı geniş tanımlanmıştır: girişim şirketlerine doğrudan ya da özel amaçlı şirketler aracılığıyla dolaylı ortak olmak, bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma araçlarını satın almak, borç ile sermaye finansmanının karması niteliğindeki yapılandırılmış finansman sağlamak ve diğer girişim sermayesi fonlarının paylarına yatırım yapmak bu kapsamdadır. Girişim şirketi ise büyüme ve katma değer üretme potansiyeli taşıyan, kaynak ihtiyacı olan şirkettir; Türkiye’de kurulu olması ya da yurt dışında kuruluysa varlıklarının çoğunluğunun Türkiye’deki bağlı ortaklık veya iştiraklerden oluşması gerekir. Fonlar yalnızca anonim ve limited şirketlere yatırabilir; limited olarak yatırım yapılan şirketin ilk yatırımdan sonraki bir yıl içinde anonim şirkete dönüşmesi zorunludur. Aktifinin önemli bölümü gayrimenkulden oluşan ya da esas işi müteahhitlik olan şirketler ise kural olarak girişim şirketi sayılmaz.

Fonu diğer kolektif araçlardan ayıran en özgün kavram kaynak taahhüdüdür. Yatırımcılar, sermayenin tamamını başta ödemek yerine, farklı tarihlerde çağrı üzerine ödenmek üzere fona bir taahhütte bulunur. Nitelikli yatırımcılardan alınacak toplam kaynak taahhüdünün asgari tutarı 75 milyon Türk Lirası olarak belirlenmiştir ve bu tutara ihraç belgesinde yer verilir. Taahhüt edilen kaynağın satışa başlanmasından sonra belirli bir süre içinde tahsil edilmesi, tahsil edilen tutarın da ihraç belgesindeki esaslar çerçevesinde ve her durumda iki yılı aşmayacak bir süre içinde yatırıma yönlendirilmesi gerekir. Öngörülen süre sonunda asgari kaynak taahhüdüne ulaşamazsa fonun faaliyetine son verilir ve tasfiyesi için Kurula başvurulur. Bu yapı, fonu bir tür kapalı fon haline getirir; çünkü çoğunlukla yalnızca kaynak taahhüdü veren yatırımcılar fona katılabilir ve paylar kural olarak sürenin sonundan önce iade edilemez.

Portföy sınırlamaları girişim sermayesinin doğasına göre esnetilmiştir. Girişim sermayesi yatırımlarında yoğunlaşma serbestken, bir hesap dönemi içinde küçük ve orta büyüklükteki işletmelere doğrudan yapılan yatırımlar fon toplam değerinin yüzde onunu aşarsa asgari yatırım oranı yüzde seksenden yüzde elli bire yükselir; amaç bu işletmelere yönelmeyi teşvik etmektir. Diğer girişim sermayesi fonlarına yapılan yatırım fon toplam değerinin yüzde yirmi beşini, yatırımcıların yönetim kontrolündeki şirketlere ve ilişkili taraflara yapılan yatırım ise yüzde yirmisini aşamaz. Türev araçlara yalnızca döviz, faiz ve piyasa riskine karşı korunma amacıyla taraf olunabilir; yatırım amacıyla türev işlem yapılamaz ve türevden doğan açık pozisyon fon toplam değerinin yüzde yirmisiyle sınırlıdır. Fon, sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz, kredili işlem yapamaz ve azami belirli oranlarda kredi ile repo kullanabilir.

Değerlemenin sıklığı da yatırımın büyüklüğüne bağlanmıştır. Girişim sermayesi yatırımlarının değeri asgari olarak hesap dönemi sonunda tespit edilir; kapalı yapıdaki fonlarda yatırım komitesi kararı ya da bağımsız değerlendirme kuruluşu raporu esas alınırken, bir girişim şirketine yapılan yatırımın tutarı büyüdükçe bağımsız değerlendirme kuruluşuna raporlatma sıklığı artar. Fonun girişim şirketlerine ortaklık hakkı veren yatırımları, kural olarak fon ile şirketin mevcut ortakları arasında imzalanan bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde yapılır; bu sözleşmede yönetime katılım, çıkış olanakları, ön alım, birlikte satış ve opsiyon gibi konulara yer verilebilir. Böylece girişim sermayesi yatırım fonu, yüksek riskli ama yüksek getiri potansiyelli girişim yatırımlarını, kaynak taahhüdü ve esnek portföy kurallarıyla nitelikli yatırımcıya sunan profesyonel bir araç olarak biçimlenir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.8 · Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (III-48.3): Girişim Yatırımının Ortaklık Hâli

KISACA

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim sermayesi yatırımları ile sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek üzere paylarını ihraç eden ya da esas sözleşme değişikliğiyle bu statüye dönüşen, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık niteliğinde bir sermaye piyasası kurumudur. Fon değil, tüzel kişiliği olan bir ortaklık olması onu girişim sermayesi yatırım fonundan ayırır; yatırımcı burada paya, yani ortaklık hakkına sahip olur.

Kuruluş ve dönüşümde ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması, sermayesi ile özsermayesinin her birinin Tebliğ'de öngörülen asgari tutarın altında olmaması, unvanında girişim sermayesi yatırım ortaklığı ibaresinin bulunması ve bir lider sermayedarın yer alması gerekir. Halka arz yoluyla kurulan ortaklıklar belirli süreler içinde girişim sermayesi yatırımı yapıp portföyünü oluşturmak ve çıkarılmış sermayenin asgari yüzde yirmi beşini sürekli halka açık tutmakla yükümlüdür. Portföyün en az yüzde elli biri girişim sermayesi yatırımlarından oluşmalı, finansal borç ve toplam gider oranı Tebliğ'deki sınırlar içinde kalmalıdır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı ile girişim sermayesi yatırım fonunu ayırmadan bu konuyu anlamak zordur, o yüzden işe farktan başlayalım. Fon, tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıydı; ortaklık ise kayıtlı sermaye sistemine tabi, tüzel kişiliği bulunan bir anonim şirkettir. Bu ortaklık, girişim sermayesi yatırımları ile sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulur ya da mevcut bir anonim ortaklık esas sözleşmesini değiştirerek bu statüye dönüşür. Faaliyetleri Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddesinde çizilen çerçeve içinde kalır; nitelikli yatırımcıya satış yapmak üzere kurulan türlerine ise uluslararası private equity modeline paralel önemli esneklikler tanınmıştır.

Kuruluş ve dönüşüm şartları ortaklığın ciddiyetini güvence altına alır. Ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması ya da bu sisteme geçmek için başvurusu, paylarının nakit karşılığı çıkarılıp bedellerinin tam ve nakden ödenmesi, unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması, kurucu veya mevcut ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması ve yönetim kurulu üyeleri ile genel müdürün öngörülen nitelikleri taşıması gerekir. Kuruluşta başlangıç sermayesi, dönüşümde ise mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermaye ile özsermayenin her birinin belirli bir asgari tutarın, yani üç yüz milyon Türk Lirasının altında olmaması aranır. Paylarını yalnızca nitelikli yatırımcılara satan ortaklıklarda ise bu asgari sermaye tutarı daha düşük tutulmuş ve lider sermayedar bulundurma zorunluluğu kaldırılmıştır.

Lider sermayedar bu düzenlemenin belkemiğidir. Lider sermayedar, ortaklıkta imtiyazlı pay yoksa tek başına ya da birlikte yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan, imtiyazlı pay varsa yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil sermayenin en az dörtte birine sahip ortaktır. Gerçek kişi lider sermayedarın ortaklığın faaliyet konusuyla ilgili alanlarda en az beş yıllık deneyime ve belirli bir asgari rayiç değerde menkul ve gayrimenkul varlığa sahip olması beklenir; tüzel kişi lider

sermayedar için ise en az üç yıllık faaliyet geçmişi ve ortaklığın çıkarılmış sermayesinin belirli katlarına ulaşan özsermaye ve aktif büyüklüğü gibi mali yeterlilik ölçütleri aranır. Bu ölçütler, ortaklığın arkasında gerçekten güçlü ve deneyimli bir girişimcinin durmasını amaçlar.

Halka arz süreci de takvime bağlanmıştır. Paylarını halka arz yoluyla satmak isteyen ortaklıkların kuruluşlarının veya dönüşümlerinin ticaret siciline tescilini izleyen on sekiz ay içinde asgari olarak bir girişim sermayesi yatırımı yapması, üç yıl içinde ise portföyünü Tebliğ'e uygun biçimde oluşturarak çıkarılmış sermayesinin en az dörtte birini temsil eden payların halka arzı için başvurusu gerekir. Halka arzdan sonra da bu asgari yüzde yirmi beşlik halka açıklık oranının sürekli korunması zorunludur. Bu süreleri karşılamayan ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyet hakkı sona erer ve esas sözleşmelerini bu faaliyeti kapsamayacak biçimde değiştirmeleri istenir. Nitelikli yatırımcıya satış yapan ortaklıklar için de benzer bir on sekiz ay ve üç yıl takvimi işler.

Portföy sınırlamaları ortaklığın gerçekten bir girişim sermayesi kurumu olarak çalışmasını sağlar. Ortaklık, aktif toplamının en az yüzde elli birini girişim sermayesi yatırımlarına ayırmak zorundadır. Tek bir ihraççının sermaye piyasası araçlarına aktif toplamının en fazla yüzde onu oranında yatırılabilir; küçük ve orta büyüklükteki işletmelere doğrudan yapılan yatırımların aktifin yüzde beşini geçmesi halinde ilgili portföy sınırı yüzde otuz beşe yükseltilir. Rehin, teminat ve ipotek verilmesi kural olarak yasaktır; istisnaen bir girişim şirketi lehine verilen teminatlar aktif toplamının bir kısmıyla ve ilgili şirkete yapılan yatırımın belirli bir oranıyla sınırlıdır. Finansal borç açısından da sınır vardır: kısa vadeli finansal borçlar özsermayenin yarısını, uzun vadeli finansal borçlar ise iki katını aşamaz. Dışarıdan alınan hizmetler için ödenen ücretlerin toplamının ortaklığın aktif toplamına oranını gösteren toplam gider oranı da belirli bir tavanla sınırlandırılmıştır ve portföydeki para ile sermaye piyasası araçlarının Takasbank'ta saklanması zorunludur.

Son olarak ortaklığın pay yapısı ve statüden çıkışı da düzenlenmiştir. Paylarını halka arz eden ortaklıklar, yönetim kuruluna aday gösterme ve kâr payında imtiyaz tanıyan paylar dışında imtiyaz veren pay ihraç edemez ve halka açılma sonrasında yeni imtiyaz yaratılamaz. Payları borsada işlem gören bir ortaklık statüden çıkmak isterse, olumsuz oy kullanan veya katılmayan ortakların paylarını belirli bir dönemin ağırlıklı ortalama borsa fiyatı üzerinden satın almayı öngören bir pay alım teklifi yapması gerekir. Böylece girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim yatırımının getirisini borsada işlem gören bir payın şeffaflığı ve kurumsal disipliniyle yatırımcıya taşıyan bir sermaye piyasası kurumu olarak öne çıkar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.1 · TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları

TSPB Üyelerinin Meslek Kuralları: Üye, Müşteri ve Çalışan İlişkilerinde Standartlar

KISACA

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kuruluşlar ile Kurulca uygun görülen kurumların üye olduğu, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Aracı kurumlar, bankalar, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri bu kapsamdadır. Birlik Yönetim Kurulunca hazırlanıp Genel Kurulca onaylanan meslek kuralları, üyelerin birbirleri, müşterileri ve çalışanlarıyla ilişkilerinde uyacakları temel davranış standartlarını ortaya koyar.

Bu kurallar birkaç ekseninde toplanır. Üyeler faaliyetlerinde dürüst ve adil davranmak, bağımsız ve tarafsız olmak, mesleki özen ve titizlik göstermek, saydam davranmak ve suç gelirlerinin aklanmasıyla mücadele etmekle yükümlüdür. Müşterilerle ilişkilerde müşteriye tanıma, talimatlara uyma, doğru ve zamanında bilgi verme, sır saklama ve çıkar çatışmasından kaçınma öne çıkar. Diğer üyelerle ilişkilerde haksız rekabetten kaçınılır; çalışanlarla ilişkilerde ise nitelik, mesleki yeterlilik ve etik kurallara bağlılık gözetilir. Kurallara aykırılık, uyarıdan sürekli çıkarmaya kadar uzanan disiplin cezalarıyla yaptırıma bağlanmıştır.

Meslek kurallarını anlamak için önce onları koyan kurumu tanımak gerekir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddesi uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşlar ile sermaye piyasalarında faaliyet gösterip Kurulca uygun görülen kurumların üye olduğu, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Bugün aracı kurumlar, bankalar, menkul kıymet, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketleri Birliğe üyedir. Birliğin amacı; üyelerinin ortak ihtiyaçlarını karşılamak, mesleğin gerektirdiği özen ve disiplin içinde çalışılmasını sağlamak, üyeler ile yatırımcılar arasındaki ilişkilerde dürüstlüğü ve güveni egemen kılmak ve üyeler arasında haksız rekabeti önlemektir. Bu amaç doğrultusunda Birlik Yönetim Kurulunca hazırlanan meslek kuralları, Genel Kurulun onayıyla yürürlüğe girer ve üyeler için bağlayıcı hale gelir.

Kuralların ilk katmanı, üyelerin bütün faaliyetlerinde gözetecekleri genel ilkelerdir. Üyeler işlerini yürütürken müşteri çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst ve adil davranır; aynı koşuldaki her müşteriye eşit yaklaşır. Bağımsızlık ve tarafsızlığı korur, kendilerinin ya da başkalarının tarafsızlığına gölge düşürecek teklif ve taleplerden kaçınırlar. Faaliyetlerini dikkatli ve basiretli biçimde, gerekli teknik bilgiyi edinerek ve gelişmeleri izleyerek yürütmeleri mesleki özen ve titizlik ilkesinin gereğidir. Saydamlık ilkesi, ilgili tarafları ve kamu kurumlarını tam, doğru, hızlı ve eşit biçimde bilgilendirmeyi; kaynakları etkin kullanma ilkesi, işletmenin sürekliliğini ve müşteri haklarını korumak için maddi, teknolojik ve beşeri kaynakları verimli kullanmayı gerektirir. Ayrıca üyeler, suç gelirlerinin aklanması ve benzeri suçlarla mücadele için şüpheli işlemleri belirleyip gerekli önlemleri almak ve ilgili kurumlarla işbirliği yapmakla yükümlüdür.

İkinci katman müşterilerle ilişkilere ayrılmıştır. Üyeler, iş ilişkisi kurmadan önce müşterinin kimlik bilgilerini alır, mali durumunu, yatırım amaçlarını, süresini ve risk ile getiri tercihlerini öğrenir, standart testleri uygular ve bu bilgileri güncel tutar; bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığı sonucuna varılırsa müşteriyi uyarır. Müşteri talimatlarına, onların çıkarını koruyacak biçimde ve çerçeve sözleşmenin sınırları içinde uyulur; müşteriye verilen bilgilerin güvenilir belge ve analizlere dayanması, abartılı ya da garanti niteliği taşıyan ifadelerden kaçınılması beklenir. Üyeler müşteriyle ilişkilerinde sadakat ve özen yükümlülüğünü gözetir, çıkar çatışmalarından kaçınır, çatışma önlenemiyorsa öncelikle müşterinin menfaatini korur ve durumu müşteriye bildirir. Faaliyet dolayısıyla öğrenilen her türlü bilgi sır olarak saklanır ve yetkili merciler dışında kimseye açıklanmaz. İlan, reklam ve promosyon kampanyalarında dürüst ve gerçekçi olunur; "en iyi" ya da "en güvenilir" gibi abartılı ve sübjektif ifadeler ile getiri veya zarara karşı garanti taahhütlerinden kaçınılır. Müşteri şikâyetlerinin nedenleri araştırılır ve haklı şikâyetlerin tekrarlanmaması için önlem alınır.

Üçüncü katman, üyelerin birbirleriyle ilişkilerini düzenler. Üyeler piyasanın sağlıklı gelişmesi ve finansal suçların önlenmesi için dayanışma içinde hareket eder ve sır kapsamında olmayan verileri Birlik bünyesindeki bilgi bankasına sağlar. Haksız rekabetin önlenmesi ilkesi kapsamında diğer üyelerin ticari itibarını zedeleyecek yanıltıcı beyanlardan kaçınılır, kamuya açıklanmamış bilgilerle işlem yapılmaz ve piyasa dolandırıcılığına ya da piyasa bozucu eylemlere yer verilmez. Personel politikaları da bu ilkeye bağlanmıştır: diğer üyelerin faaliyetini kesintiye uğratacak biçimde ekip halinde personel transferi yapılmaz ve yeni işe başlayan çalışanın eski üyesinin müşterileriyle bir süre irtibat kurmasını engelleyecek önlemler alınır.

Dördüncü katman çalışanlarla ilişkilidir. Üyeler, çalışanlarının görevin gerektirdiği bilgi ve sorumluluk duygusuna sahip olmasını gözetir, mesleki yeterlilik için gerekli lisans ve etik kurallara uyumu arar, iç kontrol sistemleriyle mesleki özeni güvence altına alır ve kariyer gelişimi için eğitim ve fırsat sunar. Çalışanların müşterilerle borç, kefalet ya da teamül üstünde hediye gibi etik dışı ilişkilere girmesi ve konumlarını kullanarak kişisel çıkar sağlaması yasaktır. Üyeler ayrıca kurum bazında, Birliğin belirlediği asgari hükümlere uygun etik kurallar oluşturur ve çalışanlarından bu kurallara uyacaklarına dair imzalı taahhütname alır. Bütün bu kurallara aykırı davranan üyelere, fiilin nitelik ve önemine göre uyarı, kınama, idari para cezası, Birlik üyeliğinden geçici çıkarma veya sürekli çıkarma disiplin cezaları uygulanır; bu yaptırım gücü, meslek kurallarını yazılı bir temenniden gerçek bir disiplin çerçevesine dönüştürür.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.2 · Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları: İlkeden Uygulamaya

KISACA

Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları, bir önceki başlıktaki üye kurallarını bireysel çalışan düzeyine indiren düzenlemedir. Etik ilkeler, bir meslekte çalışanlara yol gösteren, kişiliği ve gelişimi hedef alan soyut ahlaki ilkelerdir; davranış kuralları ise bu ilkelerin üzerine, işlerin nasıl yapılması gerektiğini somut biçimde gösteren, öğretici ve sınırlayıcı kurallardır. 2008 finansal krizinin gösterdiği gibi, salt ekonomik çıkarı en çoklamak her zaman etkinlik getirmez; bu nedenle finansın temel işlevlerine dördüncü bir öge olarak etik eklenmiştir.

Düzenleme, çalışanın bağımsız, dürüst, adil, özenli, sürekli gelişen, sır saklayan ve etik düşünen biri olmasını isteyen temel ilkeler ile bunların somut karşılığı olan davranış kurallarından oluşur. Davranış kuralları; mevzuatı bilme yükümlülüğünü içeren mesleki uzmanlık, içsel bilgi kullanımı ile piyasa dolandırıcılığı ve piyasa bozucu eylemlerden kaçınmayı öngören dürüst işleyiş, müşterilere karşı sadakat, adil davranma, uygunluk ve performans sunumu görevleri, işverene karşı görevler, faaliyetlerin özenli sunumu, çıkar çatışması ve mesleğe karşı sorumluluklar başlıkları altında toplanır.

Bu başlık, bir önceki konudaki meslek kurallarının kurum düzeyindeki bakışını alıp onu tek tek çalışanların günlük kararlarına indirger. Başlarken iki kavramı ayırmak gerekir. Etik ilkeler, belirli bir meslekte çalışanlara rehberlik eden, onları derin düşünerek eyleme geçmeye ya da bir eylemden kaçınmaya yönelten, kişiliği ve gelişimi hedef alan soyut ve açıklayıcı ilkelerdir. Davranış kuralları ise etik ilkelerin üzerine kurulur; bir meslekte çalışan kişinin işini nasıl yapması gerektiği konusunda yol gösterici, öğretici ve sınırlayıcı olan, basiretli bir kişinin karşılaştığı durumlarda nasıl davranacağını somutlaştıran kurallardır. Kısacası etik ilkeler soyut değerleri, davranış kuralları ise bu değerlerin uygulamadaki somut karşılığını gösterir.

Bu düzenlemenin neden gerekli görüldüğünü anlamak için finansın işlevine bakmak öğreticidir. Piyasaların temel işlevi kaynakları etkin, verimli ve tutumlu biçimde dağıtmaktır ve klasik yaklaşım, herkes kendi çıkarını en çoklamaya çalıştığında piyasanın bunu kendiliğinden başaracağını varsayar. Ne var ki 2008 finansal krizi, kendi çıkarı peşinde koşan kişilerin açılmaması gereken kredileri açabildiğini, bu kredilerin sorgulanmadan menkul kıymetleştirilip pazarlanabildiğini ve başka hiçbir kaygı gözetilmeden çıkarın en çoklanması sonunda etkinliği değil krizi beslediğini göstermiştir. İşte bu deneyim, finansın temel işlevlerinin yanına dördüncü bir öge olarak etiğin yerleştirilmesini ve sermaye piyasası çalışanlarına yol gösterecek bir ilkeler ile davranış kuralları bütünü hazırlanmasını gerekli kılmıştır.

Düzenlemenin ilk yarısı etik ilkelerden oluşur. Temel ilke, çalışanın kamuoyuyla, müşterilerle, işvereniyle ve piyasanın diğer katılımcılarıyla ilişkilerinde bağımsız, dürüst, adil, yetkin, özenli, güncel bilgiye dayalı ve saygılı davranmasını ister. Bağımsızlık, dürüstlük ve adillik ilkesi çalışanın piyasanın onurunu ve müşteri çıkarını kendi kişisel çıkarının üstünde tutmasını, her müşteriye eşit davranmasını ve doğru bilgi

vermesini; özen ve titizlik ilkesi dikkatli ve basiretli bir kişinin göstereceği özeni göstermesini gerektirir. Sürekli gelişim ilkesi bilgi ve becerinin güncel tutulmasını, sır saklama ilkesi kurum ve müşteriler hakkında öğrenilen sırların açıklanmamasını ve kendi ya da üçüncü kişiler yararına kullanılmamasını, etik düşünme ilkesi ise çalışanın karşılaştığı olaylarda özgür iradesine dayanan bağımsız kanaatini kullanmasını ve başkalarını da mesleğin saygınlığını korumaya teşvik etmesini öngörür.

Düzenlemenin ikinci yarısı, bu ilkeleri somutlaştıran davranış kurallarıdır ve yedi ana başlık altında toplanır. Bunların ilki mesleki uzmanlık kuralıdır: çalışan, sunduğu faaliyeti tam ve yetkin biçimde yerine getirebilecek düzeyde ilgili mevzuatı bilmeli, kendini güncel tutmalı ve buna uymalıdır. Bu, çalışanın hukuk uzmanı olması anlamına gelmez; ancak düzenlemeler arasında çelişki olduğunda daha katı olanına uyması, bir işlemin mevzuata aykırı olduğunu fark ettiğinde ilgilileri uyarması ve buna rağmen işlem sürdürülürse ilişkisini kesip gerektiğinde Kurula, Mali Suçları Araştırma Kuruluna ya da Birliğe bildirimde bulunması beklenir.

İkinci başlık, sermaye piyasalarının dürüst işleyişini sağlama kuralıdır ve üç alt konuyu barındırır. Çalışan, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bir bilgi edindiğinde bilgi suistimaline yol açacak işlemlerden kaçınmalıdır; burada belirleyici olan bilginin fiyata yansıyor yansımıyor değil, fiyatı etkileyebilecek nitelikte olmasıdır. Buna karşılık, çalışanın kendi araştırması ve öngörüsüne dayanan sonuçları kullanması içsel bilgi kullanımı sayılmaz. Aynı başlık altında piyasa dolandırıcılığı ve piyasa bozucu eylemlerin unsurlarını taşıyan işlemlerden kaçınma ve bunları fark ettiğinde bildirimde bulunma yükümlülüğü de yer alır. Üçüncü başlık müşterilere karşı görevlerdir: sadakat, sağduyu ve özen, her müşteriye adil davranma, sunulan ürün ve hizmetin müşteriye uygunluğunu gözetme ve performansı doğru sunma bu kapsamdadır.

Kalan başlıklar çerçeveyi tamamlar. İşverene karşı görevler, çalışanın işini bizzat ve özenle yapmasını, işverenin menfaatine sadakatle davranmasını ve varsa menfaatlerini bildirmesini kapsar. Faaliyetlerin sunumu kuralı özenli ve basiretli olmayı, faaliyete ilişkin önemli kısıtların dürüstçe iletilmesini ister. Çıkar çatışması kuralı, çatışmaların açıkça ortaya konmasını ve yönetilmesini gerektirir. Mesleğe karşı sorumluluklar başlığı ise çalışana, sermaye piyasalarının güven ve itibar üzerine kurulu olduğu bilinciyle bu güveni zedeleyecek her türlü davranıştan kaçınmayı yükler; çünkü mevzuat, kurumlar ve araçlar ne kadar gelişmiş olursa olsun, bunları uygulayacak olan sağlam yapıdaki çalışan olmadan piyasanın etkin ve etik işlemesi mümkün değildir. Bu haliyle düzenleme, bireysel çalışanın vicdanını piyasanın işleyişine bağlayan bir köprü işlevi görür.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.1 • Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve ve Pay Tebliği VII-128.1)

Paylar ve Pay Benzeri Menkul Kıymetler: Kavramsal Çerçeve ve VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği

KISACA

Pay, anonim şirketler hukukunun merkez kavramıdır; anonim ortaklık sermayesinin belirli bir nominal değere bölünmüş parçasını ve bu parçanın sahibine tanıdığı ortaklık hakkını ifade eder. Türk Ticaret Kanunu uyarınca bir payın itibari değeri bir kuruştan az olamaz; payları borsada işlem gören ortaklıklarda ise bir payın nominal değeri genellikle bir Türk Lirasıdır. Sermaye piyasası açısından pay, Sermaye Piyasası Kanunu'nda ayrıca tanımlanmamış, buna karşılık Kurulun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nde ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet olarak tanımlanmıştır. Borçlanma araçlarından farklı olarak payın bir vadesi ve sabit bir getirisi yoktur; getirisi kâr payı, tasfiye sonucuna katılım ve değer artış kazancından oluşur ve ortaklığın kârlılığına bağlı olarak değişir.

Her anonim ortaklığın payı sermaye piyasası aracı sayılmaz; yalnızca payları borsada işlem gören ve Kanun uyarınca halka açık kabul edilen ortaklıkların payları bu niteliği taşır, Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenir ve ilk kez halka arz edilebilmeleri için izahnamenin Kurulca onaylanması gerekir. Bu başlık ayrıca payın türlerini, sağladığı hak ve yükümlülükleri, pay benzeri menkul kıymetleri ve Pay Tebliği'nin çizdiği halka açılma çerçevesini kapsar.

Bu konuyu anlamak için işe payın ne olduğundan başlamak gerekir. Pay, anonim şirketler hukukunun merkez kavramı olarak gösterilir; çünkü anonim ortaklıklarda hak ve yükümlülükler pay ve pay sahipliği üzerinden belirlenir. Teknik olarak pay, anonim ortaklık sermayesinin belirli bir nominal değere göre bölünmüş bir parçasıdır ve sahibine, onu ihraç eden ortaklığın malvarlığı üzerinde payı oranında söz sahibi olma imkânı verir. Türk Ticaret Kanunu bir payın itibari değerinin bir kuruştan az olamayacağını, bu değer birer kuruş ve katları şeklinde yükseltilebileceğini söyler; uygulamada payları borsada işlem gören ortaklıklarda bir payın nominal değeri çoğunlukla bir Türk Lirası olarak belirlenir. Pay, ortaklığa karşı bölünmez bir bütündür; bir payın birden fazla sahibi varsa haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler. Senede bağlandığında paya pay senedi ya da yaygın adıyla hisse senedi denir, ancak payları borsada işlem gören ortaklıklarda hisse senedi basma uygulaması terk edilmiş, paylar elektronik ortamda kaydedilmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatı payı, borsada işlem görmesi ve piyasa fiyatı oluşması nedeniyle önemser. Kanun payın tanımını yapmamış olsa da Kurulun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği payı, ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet olarak tanımlar. Pay fiyatının doğru oluşabilmesi için, fiyatı etkileyebilecek her türlü bilginin tam ve zamanında piyasada bulunması gerekir; aksi halde bilgi eşitsizliği bazı yatırımcıları avantajlı duruma getirir. Burada altını çizmek gereken bir sınır vardır: senede bağlanmış olsun ya da olmasın bütün anonim ortaklıkların payları sermaye piyasası aracı sayılmaz. Yalnızca payları borsada işlem gören ortaklıklara ait paylar ile Kanun uyarınca halka açık kabul

edilen ortaklıkların payları bu niteliği taşır ve bu paylar üzerindeki mülkiyet Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenir.

Payı borçlanma araçlarından ayıran temel fark, payın bir vadesinin ve sabit bir getirisinin olmamasıdır. Payın getirisi esas olarak kâr payı, tasfiye sonucuna katılım ve değer artış kazancından doğar; ortaklıklar genelde uzun süreli ya da süresiz kurulduğundan tasfiyeye katılımın getirisi pratikte önemini yitirir ve asıl getiri ortaklığın kârlılığına bağlı kalır. Bu belirsizliğin karşılığı, ödeme sıralamasındaki konumdur: ortaklığın iflası veya tasfiyesi halinde önce borçlanma aracı sahiplerine ve diğer alacaklılara ödeme yapılır, geriye bir artık kalırsa bu, pay sahipleri arasında payları oranında paylaşılır. Buna karşılık pay sahibinin sorumluluğu ödediği pay bedeliyle sınırlıdır; tasfiye sonrası ödenmemiş borç kalsa dahi ortaklığa yeniden ödeme yapma yükümlülüğü doğmaz.

Paylar çeşitli ölçütlere göre türlere ayrılır. Tedavül bakımından paylar nama veya hamiline yazılı olabilir; sağladıkları üstün haklar bakımından adi ve imtiyazlı diye ikiye ayrılır. İmtiyaz kural olarak pay sahibine değil paya tanınır; oyda imtiyaz eşit itibari değerdeki paylara farklı sayıda oy verilerek sağlanır ve bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilir; üstelik bu imtiyaz esas sözleşme değişikliği ile ibra ve sorumluluk davası açılması kararlarında kullanılamaz. Sermaye artırımının şekline göre paylar bedelli ve bedelsiz, ihraç fiyatına göre primli ve primsiz olabilir; kuruluştaki hizmeti geçenler lehine çıkarılan kurucu ve intifa payları ise pay sahipliği hakkı vermeyip yalnızca net kâra veya tasfiye bakiyesine katılma gibi haklar sağlar. İstisnai olarak, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında paylar itibari değeri olmayan pay niteliğindedir. Payların sahibine sağladığı haklar mali, idari ve dava hakları başlıkları altında toplanır; bazı haklar ise ancak halka açık ortaklıklarda yüzde beş, halka kapalı ortaklıklarda yüzde on paya sahip azınlık pay sahiplerince kullanılabilir. Pay sahibinin hakları yanında sermaye koyma borcu, sadakat borcu ve sır saklama borcu gibi yükümlülükleri de vardır.

Pay benzeri menkul kıymetler kavramı, Kanun'un Avrupa Birliği müktesebatına uyumu kapsamında mevzuata girmiştir. Pay Tebliği'ne göre bu kıymetlerin ortak yanı şudur: sermayede temsil edilmeleri şart değildir, sabit bir getiri taahhüdü içermezler, buna karşılık pay sahipliği haklarının bir bölümünü sahiplerine verirler; bir kıymetin bu nitelikte sayılıp sayılmayacağına ise Kurul karar verir. Bunların tipik örneği katılma intifa senetleridir; bu senetler sahiplerine yalnızca kârdan pay alma, tasfiye sonucuna katılma veya halka açık olmayan ortaklıkta yeni çıkarılacak payları alma haklarını verir. Tebliğ ayrıca, sayılmamakla birlikte niteliği itibarıyla pay benzeri olduğu Kurulca kabul edilecek kıymetlerin izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasında Pay Tebliği hükümlerinin kıyasen uygulanacağını öngörür.

Bütün bu araçların ihraç çerçevesini çizen metin, Kurulun on iki, on altı, on sekiz, otuz üç ve yüz yirmi sekizinci maddelere dayanarak çıkardığı VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'dir. Tebliğ, paylar ile pay benzeri menkul kıymetlerin ihracına ilişkin usul ve esasları düzenler ve halka arz, sermaye artırımla çıkarılacak payların satışı, sermaye azaltımı, halka açık ortaklık statüsünün kazanılması ile pay benzeri menkul kıymet ihracı gibi işlemler için Kurula başvuruyu zorunlu kılar. Burada iki kavram çiftini karıştırmamak gerekir. Payları ihraç edilen tüzel kişi ihraççı, sahip olduğu payları halka arz etmek üzere başvuran gerçek veya tüzel kişi ise halka arz edendir; bu ayrım özellikle izahnamenin sorumluluğunun kime ait

olacağı bakımından önemlidir. Aynı şekilde ihraç üst kavramdır, halka arz onun bir türüdür; ikisini ayıran ölçüt, satışın muhatabının belirsiz bir kitle mi yoksa belirli kişiler mi olduğudur.

Halka açılma, halka açık olmayan bir ortaklığın bu statüyü kazanmasıdır ve Tebliğ bunun için bir dizi ön koşul öngörür; örneğin payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın mevcut sermayesinin tamamının ödenmiş olması gerekir. Ortaklık, sermaye artırımını yoluyla, mevcut payların satışı yoluyla veya her ikisini birlikte kullanarak halka açılabilir; sermaye artırımında toplanan fon ortaklığın kasasına, mevcut payların satışında ise satan ortakların cebine girer. Halka açılma sonrasında da kurallar sürer: izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla sermayede belirli bir oranın üzerinde pay sahibi olan ya da yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar, paylarını belirli bir süre halka arz fiyatının altında borsada satamazlar. Böylece bu başlık, payın kavramsal temelinden başlayıp Pay Tebliği'nin halka açılma ve pay ihracı düzenine kadar uzanan bütünlüklü bir çerçeve sunar.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.2 · Borçlanma Araçları (Kavramsal Çerçeve, Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8 ve Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği II-31/A.1)**Borçlanma Araçları: Kavramsal Çerçeve, VII-128.8 ve II-31/A.1 Sayılı Tebliğler****KISACA**

Borçlanma araçlarını anlamanın yolu önce kıymetli evrak ve menkul kıymet kavramlarından geçer. Kıymetli evrak, içerdiği hak senetten ayrı ileri sürülemeyen bir senettir; yatırım amacı taşıyan kıymetli evraka menkul kıymet denir. Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymeti tanımlamak yerine ortaklık hakkı verenler ile alacak hakkı verenler olarak örneklendirir; borçlanma araçları bu ikinci grupta yer alan, ihraççının borçlu sıfatıyla düzenlediği sermaye piyasası araçlarıdır. Kurulun VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği bunları tahvil, paya dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, finansman bonusu, kıymetli maden bonusu ve niteliği itibarıyla borçlanma aracı sayılan diğer araçlar olarak sıralar. Vadesi 365 gün ve üzeri olanlar tahvil, 30 günden az 364 günden fazla olmayanlar ise finansman bonusu olarak adlandırılır.

Borçlanma araçları halka arz edilsin edilmesin Kurul düzenlemelerine tabidir. İhraç için kural olarak genel kurul kararı gerekir, ancak bu yetki esas sözleşmeyle veya süreli olarak yönetim kuruluna bırakılabilir. II-31/A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği ise faiz, vade ve anapara gibi asli hüküm ve şartlardaki değişikliklerde yatırımcıların toplu karar almasına imkân tanıyan bir mekanizma kurar.

Borçlanma araçlarını kavramak için önce onları içine alan üst kavramları netleştirmek gerekir. İşe kıymetli evrakla başlayalım. Türk Ticaret Kanunu kıymetli evrakı, içerdiği hak senetten ayrı olarak ileri sürülemeyen ve devredilemeyen senet olarak tanımlar; bu, hakkın senede sıkı sıkıya bağlı olması, yani senedin mücerretliği ilkesidir. Kıymetli evrak içerdiği hakkın niteliğine göre alacak hakkı, ortaklık hakkı veya aynı hak veren senetler olarak üçe ayrılır. Bunların içinde yatırım amacı taşıyanlara menkul kıymet denir. Örneğin bir işletmenin finansman ihtiyacı için çıkardığı ve yatırımcının faiz getirisi beklentisiyle aldığı tahvil bir menkul kıymettir; buna karşılık ticari ilişkilerden doğan çek, poliçe ve bono birer kıymetli evrak olmakla birlikte menkul kıymet sayılmaz. Buradan çıkan sonuç açıktır: her menkul kıymet kıymetli evrak niteliğindedir, ama her kıymetli evrak menkul kıymet değildir.

Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymeti doğrudan tanımlamak yerine örnekleme yoluyla açıklar ve iki alt bentte, para, çek, poliçe ve bono dışında kalmak üzere payları ve pay benzeri kıymetleri bir yanda, borçlanma araçlarını diğer yanda sayar. Böylece menkul kıymetler ortaklık hakkı verenler ile alacak hakkı verenler biçiminde ikiye ayrılır; borçlanma araçları bu tablonun alacak hakkı veren kanadını oluşturur. Bir üst basamakta ise sermaye piyasası aracı kavramı yer alır ki bu, menkul kıymetleri ve türev araçları da kapsayan en geniş kümedir. Menkul kıymetler mahiyetleri gereği kıymetli evrakla ortak bir yana sahip olsa da, Kanun'un kaydileştirmeye ilişkin düzenlemesi bunları şeklen kıymetli evrak alanının dışına taşımıştır; sermaye piyasası aracı olan menkul kıymetler artık senede bağlanmadan elektronik ortamda izlenir.

Borçlanma aracı ihracının halka arzla ilişkisinde önemli bir ayrıntı vardır. Kanun izahname hazırlama yükümlülüğünü yalnızca halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir araçlar için getirmiş, halka arz edilmeyen pay ihraçlarını ise Kanun kapsamı dışında bırakmıştır. Oysa borçlanma araçları için böyle bir istisna tanınmamıştır; bu nedenle halka arz edilmeksizin, hatta yurt dışında satılmak üzere ihraç edilen borçlanma araçları da Kurul düzenlemelerine tabidir. Kanun borçlanma araçlarını menkul kıymetler arasında saymış, ayrıntılı tanımı ise Kurulun Borçlanma Araçları Tebliği'ne bırakmıştır. Bu Tebliğ önce II-31.1 numarasıyla yayımlanmış, sonradan yalnızca adı ve numarası değiştirilerek VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'ne dönüşmüştür; numaranın değişmesi Tebliğ'in esas olarak Kanun'un yüz yirmi sekizinci maddesindeki yetkiye dayanmasından kaynaklanır.

Tebliğ borçlanma araçlarını, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ettikleri araçlar olarak tanımlar ve türlerini sayar. Tahvil, ihraççının borçlu sıfatıyla çıkardığı, nominal değerinin vade tarihinde veya vade içinde taksitler halinde geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracıdır ve iskontolu, primli ya da kupon ödemeli satılabilir. Paya dönüştürülebilir tahvil, ihraççının sermaye artırımla çıkaracağı paylara dönüştürme hakkı veren bir borçlanma aracıdır; değiştirilebilir tahvil ise payları borsada işlem gören başka ortaklıkların paylarıyla değiştirme hakkı verir. Her ikisinin de vadesi 365 günden az olamaz, dönüştürme veya değiştirme nominal değer üzerinden yapılır ve buna ilişkin giderler ihraççıya aittir. Finansman bonosu, vadesi otuz günden az, üç yüz altmış dört günden fazla olmayan kısa vadeli bir borçlanma aracıdır ve iskonto edilerek satılır. Kıymetli maden bonosu, kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ettiği, yine kısa vadeli bir araçtır. Bunların dışında, niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek diğer sermaye piyasası araçları da kıyasen bu Tebliğ'e tabidir.

Borçlanma aracı ihracında yetkili organ konusu özel bir öneme sahiptir. Kural olarak ihraç için genel kurul kararı gerekir; ancak Kanun'un otuz birinci maddesi bu yetkinin esas sözleşmeyle yönetim kuruluna devredilebileceğini, Türk Ticaret Kanunu ise genel kurulun bu yetkiyi en çok on beş ay için yönetim kuruluna bırakabileceğini öngörür. Yetkili organ genel kurulsu, halka açık ortaklıklarla halka açık olmayan ortaklıklar farklı toplantı ve karar nisaplarına tabidir; genel olarak halka açık olmayan ortaklıklar için daha ağır nisaplar aranır. Alınacak yetkili organ kararında en azından ihraç edilecek araçların azami tutarı ile satışın nasıl yapılacağı belirtilmeli, paya dönüştürülebilir veya değiştirilebilir tahvil söz konusuysa aracın türü de açıkça yer almalıdır; yalnızca borçlanma aracı denmişse başvurunun sadece tahvil ve finansman bonosu için olduğu kabul edilir. Ayrıca ihraç limiti, izahname veya ihraç belgesinin onaylanması için Kurula başvuru tarihi esas alınarak, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar üzerinden hesaplanır.

Son olarak yatırımcı tarafını güçlendiren bir mekanizma vardır. Kanun'a sonradan eklenen otuz bir/A maddesine dayanılarak çıkarılan II-31/A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği, yatırımcıların değişen koşullara karşı toplu hareket edebilmesini ve ihraççıyla yatırımcının, aracın hüküm ve şartlarının değiştirilmesinde uzlaşabilmesini amaçlar. Aracın asgari olarak faiz, vade ve anapara biçiminde tanımlanan asli hüküm ve şartlarında, yatırımcıların kararlarını etkileyecek nitelikte bir değişiklik yapılabilmesi için önce Tertip Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu kararı alınması gerekir. Bu toplantılarda kararlar, aksi öngörülmedikçe her tertibin tedavüldeki toplam nominal bedelinin üçte iki

çoğunluğunun olumlu oyuyla alınır ve ihraççının yönetim kurulunca onaylanmadıkça geçerli olmaz. Kendi haklarının olumsuz etkilendiğini düşünen diğer tertip sahipleri belirli bir eşiği aşarsa Genel Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu'nun toplanmasını isteyebilir; bu kurul da üçte iki çoğunlukla kararları görüşür ve reddederse Tertip kurulu kararı yürürlüğe girmez. Teminatlı menkul kıymet sahipleri ise kendi aralarında ayrı bir Tertip kurulu oluşturur. Böylece borçlanma araçları, kavramsal temelinden ihraç düzenine ve yatırımcıların toplu karar mekanizmasına kadar bütünlüklü bir çerçeveye oturur.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.3 · Yatırım Fonu Katılma Payları (Kavramsal Çerçeve ve Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1)**Yatırım Fonu Katılma Payları: Kavramsal Çerçeve ve III-52.1 Sayılı Tebliğ****KISACA**

Yatırım fonu katılma payını anlamanın yolu kolektif yatırım fikrinden geçer. Kolektif yatırım, çok sayıda bireysel yatırımcının küçük tutarlı tasarruflarının bir araya gelerek önceden belirlenmiş kurallara göre profesyonelce yönetilen bir portföy oluşturmaktır; böylece riski dağıtmak, ölçek ekonomisiyle maliyeti düşürmek ve uzman yönetimden yararlanmak mümkün olur. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Fonu münhasıran portföy yönetim şirketleri iç tüzük ile kurup yönetir, portföydeki varlıklar ise portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşta saklanır.

Yatırımcı fona katılma payı olarak ortak olur; ancak ortaklık paylarının aksine katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma gibi idari hakları yoktur. Fonun malvarlığı kurucunun ve saklayıcının malvarlığından ayrıdır, haczedilemez ve iflas masasına dahil edilemez. Kurulun III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği; şemsiye fon yapısını, katılma paylarının ihraç ve alım satımını, birim pay değerinin hesaplanmasını ve portföy sınırlamalarını düzenler.

Yatırım fonu katılma payını kavramak için önce bir bireysel yatırımcının önündeki seçeneklere bakmak yararlıdır. Elinde tasarrufu olan biri, doğrudan bir aracı kurumda hesap açıp borsada payları işlem gören şirketlerin paylarını alabilir, özel sektör veya kamu borçlanma araçlarına yatırabilir, uzmanlık gerektiren türev araçlarla işlem yapabilir ya da bir yatırım kuruluşundan yatırım danışmanlığı veya bireysel portföy yönetim hizmeti satın alabilir. Bu yolların her biri ya ciddi bilgi ve zaman ya da portföyün belirli bir asgari büyüklüğe ulaşmasını gerektirir. İşte kolektif yatırım bu noktada devreye girer: özünde bireysel yatırımcıların küçük tutarlı fonlarının bir araya gelerek önceden belirlenen kurallara göre bir portföy olarak yönetilmesidir. Bunun başlıca faydaları, küçük yatırımların birleşerek profesyonel yönetime imkân tanınması, ölçek ekonomisiyle maliyetlerin düşmesi, riskin uygun biçimde dağıtılması ve portföyden ödünç verme gibi ek kazanç imkânlarının doğmasıdır.

Kolektif yatırım bir süreç olarak düşünülebilir: bir yatırım stratejisi belirlenir, bu strateji çerçevesinde katılımcılardan fon toplanarak ortak bir portföy oluşturulur, toplanan fonlar stratejiye uygun şekilde yatırıma yönlendirilir, edinilen varlıkların hukuki güvenliği ve getirilerinin tahsili sağlanır, katılımcıların ayrılması ve yeni yatırımcı alınması yürütülür. Kanun kolektif yatırım kuruluşlarını yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları olarak belirler. Bu iki hukuki form amaç ve ekonomik işlev bakımından benzer olsa da temel bir farkla ayrılır: kolektif yatırım ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik üzerinden gerçekleşiyorsa yatırım ortaklığı, herhangi bir tüzel kişiliğe sahip olmadan portföy yönetim şirketinin kurucu sıfatıyla taraf olduğu bir ilişki çerçevesinde gerçekleşiyorsa yatırım fonu olarak hayat bulur. Bu başlığın konusu yatırım fonlarıyla sınırlıdır.

Kanun'un elli ikinci maddesine göre yatırım fonu; tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından iç tüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir malvarlığıdır. Yatırımcılar fona katılma payı olarak ortak olur ve katılma payı, yatırımcının fon portföyüne kaç payla ortak olduğunu gösterir. Katılma payları şirket ortaklık paylarına benzetilebilir; ancak önemli bir fark vardır: ortaklık pay sahiplerinin şirket yönetimine katılma gibi idari hakları varken, katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur. Fonun tüzel kişiliği olmadığından, anonim ortaklıktaki esas sözleşmenin yerini iç tüzük alır; fonun kuruluşu, yönetimi, portföy sınırlamaları ve tasfiyesi bu iç tüzükle düzenlenir.

Yatırım fonlarına birkaç temel ilke hâkimdir. Riskin dağıtılması ilkesi, binlerce kişiden toplanan parayla oluşturulan büyük portföyler sayesinde bireyin tek başına ulaşamayacağı ölçüde çeşitlendirme imkânı sağlar. Profesyonel yönetim ilkesi, teknik bilgi ve sürekli takip gerektiren piyasalarda fonun uzman kadrolarca yönetilmesini ifade eder. İnançlı mülkiyet ilkesi gereği tasarruf sahipleri fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini iç tüzük aracılığıyla kurucuya devreder. Malvarlığının korunması ilkesi ise en kritik güvencedir: fonun malvarlığı, portföy yönetim şirketinin ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır; kredi almak, türev araç ve açığa satış işlemleri gibi belirli haller dışında teminat gösterilemez ve rehnedilemez; kurucunun veya saklayıcının yönetimi kamu kurumlarına devredilse dahi başka bir amaçla kullanılamaz, kamu alacakları için dahi haczedilemez ve iflas masasına dahil edilemez.

Bu kavramsal çerçevenin üzerine, Kurulun elli iki ve elli dördüncü maddelere dayanarak çıkardığı III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği oturur. Tebliğ; fonların kuruluşuna, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma paylarına ve bunların ihracına ilişkin esasları düzenler. Getirdiği en belirgin yapı şemsiye fondur: tek bir iç tüzük kapsamında, her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenmek suretiyle, altında farklı stratejilere sahip fonlar oluşturulur. Şemsiye fona bağlı her bir fonun tüm varlık ve yükümlülükleri birbirinden ayrıdır; şemsiye fon tasfiye veya devredilirse bağlı fonların da tasfiyesi gerekir. Azami fon tutarı uygulaması kaldırılarak açık uçlu fon yapısına geçilmiş, faizsiz yatırım arayan yatırımcılar için ise katılım fonu türü tanımlanmıştır.

Katılma paylarının ihracı için fon izahnamesinin Kurulca onaylanması gerekir; ancak izahnamenin onaylanması, içindeki bilgilerin doğruluğunun Kurulca tekeffülü ya da bir yatırım tavsiyesi anlamına gelmez. Yatırımcı bilgi formu ise fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini özetleyen, azami iki sayfalık bir belgedir. Katılma payı yatırımcının haklarını taşıyan, kayden izlenen ve itibari değeri bulunmayan bir sermaye piyasası aracıdır. Fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma payı sayısına bölünmesiyle bulunur; bu değer alım satım esas fiyattır ve kural olarak günlük hesaplanıp ilan edilir. Katılma payı alımı bedelin nakden ödenmesiyle, satımı ise payların fona iade edilerek paraya çevrilmesiyle gerçekleşir; günlük alım satım esastır. Tebliğ ayrıca portföy sınırlamaları getirir; örneğin fon toplam değerinin belirli oranlarının üzerinde tek bir ihraççıya veya gruba yatırım yapılamaz ve fon, tek başına bir ihraççının sermayesinin veya oy haklarının belirli bir oranından fazlasına sahip olamaz. Böylece yatırım fonu katılma payı, kolektif yatırımın mantığından başlayarak III-52.1 sayılı Tebliğ'in ayrıntılı düzenine kadar uzanan bütünlüklü bir çerçeve içinde anlaşılır.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.4 · Türev Araçlar

Türev Araçlar: Sözleşme Türleri, Kullanım Amaçları ve Türkiye'deki Düzenlemeler

KISACA

Türev araç, değeri bir dayanak varlığın fiyat veya getirisine bağlı olarak türetilen bir finansal araçtır; başka bir varlığın fiyat değişimine göre düzenlenen bir sözleşmeyle oluşturulur. Dayanak varlık pay, döviz, faiz oranı, emtia, endeks veya kıymetli maden gibi neredeyse her türlü değişken olabilir. Geleneksel olarak dört tür türev araçtan söz edilir: taraflar arasında serbestçe belirlenen ve tezgâhüstü piyasada işlem gören forward sözleşmeleri, borsada standart olarak işlem gören ve kâr zararı günlük hesaplanan vadeli işlem sözleşmeleri, alıcısına bir prim karşılığında alma veya satma hakkı veren opsiyon sözleşmeleri ve tarafların edimlerini karşılıklı değiştirdiği swap sözleşmeleri. Türev araçlar riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj amaçlarıyla kullanılır; en temel işlevleri risk yönetimi ve sağlıklı fiyat oluşumuna katkıdır. Türkiye'de türev araçlar 6362 sayılı Kanun'la sermaye piyasası araçlarının ikinci kolu olarak açıkça sayılmış, düzenleme yetkisi Kurula verilmiştir. Organize türev işlemleri Borsa İstanbul bünyesindeki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda yapılır; Takasbank ise merkezi karşı taraf olarak işlemleri garanti eder.

Türev araç kavramını adı ele verir: bu araçlar başka bir varlıktan türetilir. Bir türev aracın değeri ve performansı, dayandığı varlığın fiyat ya da getirisindeki değişime bağlıdır. Teknik olarak türev araç, bir dayanak varlığın getiri veya fiyat değişimine göre düzenlenen bir sözleşmeyle oluşturulur; bu yüzden türev araç dendiğinde aslında bir türev araç sözleşmesi kastedilir. Dayanak varlık mal, menkul kıymet, döviz, faiz oranı, değerli maden, endeks ya da başka bir türev araç olabildiği gibi, teoride canlı hayvan fiyatından bir kayak merkezine düşen kar miktarına kadar herhangi bir değişkene bağlanabilir. Dayanak varlığın cari piyasa fiyatına spot fiyat denir. Türev araçlar belirli bir vadede başlar ve sonraki bir vadede sona erer; kimi durumda bir sigorta işlemine benzer biçimde bir taraf diğerine potansiyel kayıplarına karşı ödeme yapar.

Geleneksel olarak dört tür türev araçtan söz edilir. Bunlardan ilki vadeli satım, yani forward sözleşmeleridir. Forward, iki taraf arasında yapılan ve alıcının, satıcıdan dayanak varlığı gelecekteki tarihte başlangıçta belirlenen fiyattan satın almaya razı olduğu bir işlemdir; alıcı uzun, satıcı kısa pozisyonadadır. Sözleşmenin bütün esaslı unsurları taraflar arasında serbestçe belirlenir, ortada bir borsa ve takas merkezi bulunmadığından her iki taraf karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememeye, yani temerrüt riskini üstlenir. İkinci tür vadeli işlem, yani futures sözleşmeleridir. Bunlar da gelecekte belirlenmiş fiyattan alım satımı konu edinir; ancak sözleşmenin unsurları işlem gördüğü borsa tarafından standart hale getirilmiştir ve takas merkezi her pozisyonun karşı tarafı olarak devreye girer. Vadeli işlem sözleşmesinde başlangıçta sözleşme tutarının belirli bir oranı başlangıç teminatı olarak yatırılır, kâr ve zarar her gün piyasa fiyatlarıyla değerlendirilir; teminat sürdürme teminatının altına düşerse teminat tamamlama çağrısı yapılır. Böylece futures borsada işlem görürken forward tezgâhüstü

piyasada kalır, futuresta kredi riski takas kuruluşu sayesinde çok düşükken forwardda taraflar bu riski taşır.

Üçüncü tür opsiyon sözleşmeleridir. Opsiyon, satıcının aldığı prim karşılığında alıcıya, önceden belirlenmiş bir fiyattan dayanak varlığı satın alma ya da satma hakkı verdiği bir sözleşmedir. Buradaki hak yalnızca alıcıya tanınmıştır; opsiyon yazıcısı ise koşullu bir yükümlülük altındadır. Satın alma hakkı veren opsiyona alım opsiyonu, satma hakkı veren opsiyona satım opsiyonu denir; hakkın kullanılacağı önceden belirlenmiş fiyata kullanım fiyatı adı verilir. Opsiyon primi bu hakka sahip olmanın maliyetidir ve hak kullanılsın kullanılsın alıcıya geri ödenmez. Opsiyonlar hakkın kullanılabilirdiği zamana göre de ayrılır: vade boyunca her an kullanılabilen opsiyona Amerikan tipi, yalnızca vade sonunda kullanılabilene Avrupa tipi denir. Kullanım fiyatının dayanak varlığın spot fiyatına göre durumuna göre opsiyon kârda, zararda veya başabaş olabilir. Dördüncü tür swap sözleşmeleridir; swap, iki tarafın edimlerini belirli bir zaman diliminde karşılıklı değiştirmek üzere anlaştıkları bir işlemdir. En yaygın türleri, aynı para cinsinden sabit ve değişken faiz ödemelerinin değiştirildiği faiz oranı swapı ile iki farklı para biriminin anapara ve faizleriyle değiş tokuş edildiği döviz swapıdır.

Türev araçlar üç temel amaçla kullanılır. Riskten korunmada, bir ticari veya finansal faaliyetin beklentilerin ters gitmesinden doğan olumsuz etkisini gidermek amaçlanır; burada türev araç sözleşmesinin kendisinden değil, korunmaya konu asıl işlemle birlikte değerlendirildiğinde bir kazanç veya kayıp doğar. Spekülasyonda, korunması gereken bir pozisyonu olmayan taraf dayanak varlığın fiyat değişiminden kazanç hedefler ve genellikle korunmak isteyenlerin karşı tarafını oluşturarak piyasaya likidite sağlar. Arbitrajda ise iki veya daha fazla piyasada eş anlı işlemler yapılarak yanlış fiyatlamadan risksiz kâr elde edilir. Türev araçların en önemli işlevleri risk yönetimi ve sağlıklı fiyat oluşumuna katkı sağlamalarıdır; ayrıca dayanak varlık için piyasa etkinliğini artırma ve işlem maliyetlerini düşürme gibi faydaları da tartışılır. İşlem gördükleri yer bakımından türev araçlar ikiye ayrılır: teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören standart sözleşmeler ile tezgâhüstü piyasalarda tarafların serbestçe belirlediği sözleşmeler. Tezgâhüstü piyasada standartlaşma ve merkezi teminat eksikliği kredi riskini artırdığından, bu alanda ISDA gibi kuruluşların çerçeve sözleşmeleri temerrüt ve hukuki riski azaltmaya hizmet eder; 2008 küresel krizinden sonra tezgâhüstü türevleri kontrol altına alma eğilimi güçlenmiştir.

Türkiye açısından türev araçların yeri, mülga düzenlemeden bu yana belirginleşmiştir. Eski 2499 sayılı Kanun'da türev araçlar açıkça sayılmayıp diğer sermaye piyasası araçları altında değerlendirilirken, 6362 sayılı Kanun bunları menkul kıymetlerden sonra sermaye piyasası araçlarının ikinci kolu olarak açıkça saymış ve geniş bir tanıma bağlamıştır. Bu tanım; menkul kıymetleri alma, satma veya değiştirme hakkı veren türevleri, değeri bir menkul kıymet, döviz, faiz, kıymetli maden, mal fiyatına veya bir endekse bağlı türevleri ve döviz ile kıymetli madenler üzerine yapılan kaldıraçlı işlemleri kapsar. Menkul kıymetlerin bir ihraççısı varken türev araçların bir ihraççısının bulunmaması, önemli bir kavramsal ayrımdır; çünkü türev aracın değeri kendi faaliyet sonuçlarına değil, dayanak varlığın fiyatına göre belirlenir. Türkiye'de organize türev piyasaların ilk örneği İzmir'de faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası olmuş, 6362 sayılı Kanun çerçevesinde bu borsa Borsa İstanbul bünyesinde birleşmiştir. Opsiyon sözleşmeleri ise ilk defa Borsa İstanbul nezdinde açılan Vadeli İşlem ve Opsiyon

Piyasası'nda işlem görmeye başlamıştır. Kaldıraçlı işlemler mülga Kanun'a eklenen bir hükümle sermaye piyasası faaliyeti sayılarak düzenleme kapsamına alınmış, merkezi takas kurumu Takasbank'ın merkezi karşı taraf olabilmesine ilişkin düzenlemeler ise bu piyasanın güvenli işlemesine hizmet etmiştir.

2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 1

İçindekiler

2.5 · Kamu Borçlanma Araçları

Kamu Borçlanma Araçları: Devletin Borçlanması, DİBS ve İhraç Yöntemleri

KISACA

Kamu maliyesinde borçlanma, esas olarak bütçe açığının finansmanında kullanılan bir yöntemdir. Devlet, artan kamu harcamalarını karşılamak için vergi ve para basma yanında borçlanmaya başvurur. Borçlanma; borcun sağlandığı kaynağa göre iç ve dış, vadesine göre kısa ve uzun, katılımın niteliğine göre isteğe bağlı ve zorunlu borçlanma olarak sınıflandırılır. Türkiye'de kamu finansmanına ilişkin temel metin 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'dur; iç ve dış borçlanmada yetkili kurum Hazine'dir.

Hazine'nin yurt içinde ihraç ettiği borçlanma senetlerine Devlet İç Borçlanma Senetleri denir; bu, ihraç tarihinde vadesi bir yıl ve daha uzun olan Devlet Tahvili ile bir yıldan kısa olan Hazine Bonosu'nun ortak adıdır. Bunlara varlık kiralama şirketlerince ihraç edilen kira sertifikaları ve yurt dışında ihraç edilen tahviller de eklenir. Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca Hazine ve Merkez Bankası tarafından ihraç edilen bu araçlar, izahname, ihraç limiti ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bakımından sermaye piyasası mevzuatına tabi değildir. Devlet İç Borçlanma Senetleri ihale, TAP, doğrudan satış ve halka arz yöntemleriyle ihraç edilir.

Kamu borçlanma araçlarını anlamak için önce devletin neden borçlandığını görmek gerekir. Kamu maliyesinde borçlanma genellikle bütçe açığının finansmanında kullanılır; ancak oluşturduğu faiz yükü nedeniyle aynı zamanda bütçe harcamalarını da artırır, bu yüzden borçlanma ve bütçe politikaları karşılıklı etkileşim içindedir. Modern devlet anlayışına geçişle birlikte devlete yüklenen mali, ekonomik ve sosyal görevler artmış, kamu harcamaları da kaçınılmaz olarak yükselmiştir. Devletin bu harcamaları finanse etmek için üç temel kaynağı vardır: en sağlam kaynak vergilerdir, ikinci alternatif para basmaktır ki bu enflasyonla mücadele eden ülkelerde çok risklidir, üçüncü alternatif ise borçlanmadır. Borçlanmaya yalnızca cari gelir gider dengesizliğini gidermek için değil, aynı zamanda konjonktürel dalgalanmalara müdahale etmek veya kalkınmayı finanse etmek gibi maliye politikası amaçlarıyla da başvurulabilir.

Kamu borcu birkaç ölçüte göre sınıflandırılır. Borcun sağlandığı kaynağa göre iç ve dış borçlanma ayrımı yapılır; kamu finansmanı yurt içi kaynaklardan sağlanıyorsa iç, yurt dışı kaynaklardan sağlanıyorsa dış borçlanmadan söz edilir. İç borçlanmada ülke içinden sağlanan kaynak yine ülke içine aktarıldığından milli gelirin miktarını doğrudan etkilemez; dış borçlanma ise alınırken milli geliri artırırken geri ödemede ters etki yapar. Vadeye göre borçlar kısa ve uzun vadeli olarak ayrılır; bu ayrım borcun anlaşıma tarihindeki orijinal vadesine göre de, bugünden ödemeye kalan süreye göre de yapılabildiğinden analizde hangisinin kastedildiğine dikkat etmek gerekir. Uzun vadeli borçlar ayrıca, yalnızca faiz ödeme koşullarının belirlendiği süresiz borçlanma ile faiz ve anapara geri ödemelerinin bir itfa planına bağlandığı süreli borçlanma olarak ikiye ayrılır. Son olarak, tarafların rızasıyla sağlanan

isteğe bağlı borçlanma ile bazı kurumların satın almakla yükümlü kılındığı zorunlu borçlanma ayrımı vardır; zorunlu borçlanma karşılıksız olmaması yönüyle vergiden ayrılır.

Türkiye'de kamu finansmanına yönelik dağınık düzenlemeler 2001 krizinden sonra toparlanmış ve 2002 yılında yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile şeffaflık, hesap verilebilirlik ve mali disiplin esasları getirilmiştir. Bu Kanun, kamu finansmanı ve borç yönetimine ilişkin esas ve usulleri belirler; iç ve dış borçlanmaya gitme yetkisi Hazine'ye aittir ve Devlet dış borcu sağlamaya, mali koşulları belirlemeye Hazine ve Maliye Bakanı yetkilidir. Kamu finansmanı mevzuatı ile sermaye piyasası mevzuatının kesiştiği önemli bir nokta, istisnalardır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddesi uyarınca Merkez Bankası ve Hazine tarafından veya bu Kanun çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketlerince ihraç edilen sermaye piyasası araçları için izahname veya ihraç belgesi hazırlanmasına, finansal raporlama, bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülükler ile tahvil ihraç limitleri geçerli değildir. Buna karşılık genel yönetim kapsamındaki mahalli idarelerin yurt içi tahvil ihraçları Hazine'nin iznine tabidir ve bu ihraçlar sermaye piyasası mevzuatına da tabi olmaya devam eder.

Kamu borcunun en dar kapsamlı tanımı merkezi yönetim borcudur ve bunun temel dayanağı 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'dur. Kamu borçlanma araçlarının en önemlisi borçlanma senetleridir. Hazine'nin yurt içinde ihraç ettiği borçlanma senetlerine Devlet İç Borçlanma Senetleri adı verilir; bu, Hazine tarafından ihraç edilen Devlet Tahvili ile Hazine Bonosu'nun ortak adıdır. Devlet Tahvili, ihraç edildiği tarih itibarıyla vadesi bir yıl ve daha uzun olan bir iç borçlanma senedidir ve uzun vadeli bir finansman yöntemi kabul edilir; Hazine Bonosu ise vadesi bir yıldan kısa olan senettir ve para piyasası araçlarının en önemlilerindendir. Burada dikkat çeken bir ayrıntı vardır: 4749 sayılı Kanun'da bir yıl 364 gün olarak kabul edilirken, sermaye piyasası mevzuatı düzenlemelerinde aynı süre 365 gün olarak uygulanır. Borçlanma senetleri kupon durumuna, senet tipine, para cinsine, faiz tipine ve vadesine göre çeşitli biçimlerde sınıflandırılır; kuponsuz senetler iskonto esasına göre satılırken, kuponlu senetler belirli dönemlerde nakit akımı sağlar ve sabit veya değişken faizli olabilir.

Kamu borçlanma araçları yalnızca birer finansman aracı değil, aynı zamanda birer analiz aracıdır. Sabit getirili menkul kıymetlerin faiz oranları ile vadeleri arasındaki ilişkiyi gösteren getiri eğrisi, genellikle risksiz kabul edilen kamu borçlanma araçları üzerinden oluşturulur ve diğer borçlanma maliyetleri için temel bir ölçü sağlar. Normal ekonomik seyrinde yatırımcılar uzayan vadeye karşılık daha çok getiri talep ettiğinden getiri eğrisi yukarı eğimlidir; yatırımcılar faizlerin düşeceğini beklediğinde ise nadiren de olsa aşağı yönlü, yani ters getiri eğrisi ortaya çıkabilir ve bu çoğu zaman ekonomik yavaşlamanın öncü göstergesi olarak yorumlanır. Devlet İç Borçlanma Senetlerinin dört ihraç yöntemi vardır. İhale yönteminde teklifler Merkez Bankası'na yapılır ve çoklu fiyat ile tek fiyat olmak üzere iki değerlendirme biçimi uygulanır; çoklu fiyatta her kazanan kendi teklif ettiği fiyattan, tek fiyatta ise tüm kazananlar aynı fiyattan senedi alır. TAP yönteminde Hazine, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri senetleri Merkez Bankası'na depolar. Doğrudan satış yönteminde senedin kime ve ne kadar satılacağı başlangıçta bellidir. Halka arz yönteminde ise senet, satışa aracılık eden banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla sunulur. Bu ihraçların etkinliğini artıran piyasa yapıcılığı sistemi, belirli kriterlere göre seçilen bankalara bazı yükümlülükler karşılığında ayrıcalıklar tanır; piyasa yapımcılar birincil piyasa ihalelerine

katılıp ikincil piyasada likidite sağlarken, ihalelere teminatsız katılabılme gibi ayrıcalıklardan yararlanır. Son olarak, 4749 sayılı Kanun uyarınca Hazine tarafından ihraç edilen bu senetlerin faiz ve anapara ödemeleri, Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi hükümleri saklı kalmak koşuluyla her türlü vergi, resim, harç ve fondan istisnadır.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.1.1 · İzahname ve İhraç Belgesi (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1.)

İzahname ve İhraç Belgesi: Sermaye Piyasası Aracını Kamuya Açmanın Belgeleri

KISACA

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi ya da borsada işlem görebilmesi için hazırlanması gereken temel kamuyu aydınlatma belgesi izahnamedir; bu belgenin nasıl hazırlanacağını, onaylanacağını ve kamuya duyurulacağını 6362 sayılı Kanun'a dayanılarak çıkarılan İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1 düzenler. İzahname, ihraççının ve varsa garantörün finansal durumu ve geleceğe yönelik beklentileri ile ihraç edilecek aracın özelliklerine, buna bağlı hak ve risklere ilişkin, yatırımcının bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak tüm bilgileri içerir. Kural nettir: halka arzda izahname zorunludur ve Kurul onayı şarttır; araç halka arz edilmeksizin satılacaksa izahname yerine daha dar kapsamlı ihraç belgesi düzenlenir. Onaylı izahname yayımlamadan halka arz yapmak, Kanun'un usulsüz halka arz suçunu doğurur.

Bu başlık altında Tebliğ'in birbirini tamamlayan pek çok kuralı bir arada öğrenilir: izahname hazırlamaktan muaf tutulan durumlar, izahnamenin türleri, izahnamenin onay süreci ve geçerlilik süresi, tescil ve ilanı, izahname ile ihraç belgesindeki değişikliklerin nasıl yapılacağı ve bu belgelerden doğan hukuki sorumluluk. Bunların yanında halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda düzenlenen ihraç belgesi ile tasarruf sahiplerine satış duyurusu da aynı çerçevede yer alır. Kısacası bu konu, bir sermaye piyasası aracının hukuken kamuya sunulmasının kural kitabıdır.

İzahname konusunu anlamanın en sağlam yolu, önce izahnamenin ne işe yaradığını görmektir. Sermaye piyasasında yatırımcı, esas olarak bilgilendirilerek korunur; işte izahname bu bilgilendirmenin en kapsamlı aracıdır. Tebliğ izahnameyi, ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecek aracın özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi olarak tanımlar. Tanımdan da anlaşılacağı gibi izahname iki eksenle bilgi taşır: bir yanda ihraççıya ve varsa garantöre, diğer yanda aracın kendisine ilişkin bilgiler. Bu belgeyi düzenleyen metin, 6362 sayılı Kanun'un ilgili maddelerine dayanılarak çıkarılan ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1 olarak anılan düzenlemedir; Tebliğ, izahname ve ihraç belgesinin hazırlanmasından onaylanmasına, ilan ve reklamlardan tescil ve geçici hükümlere kadar geniş bir alanı bölümler halinde ele alır.

Buradaki temel ayrım halka arz ile ihraç arasındadır. İhraç, aracın çıkarılıp halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışını kapsayan üst kavramdır; halka arz ise satın alma için gayrimuayyen kişilere yapılan genel çağırışı ve bunu izleyen satış ifade eden daha dar bir kavramdır. Bu ayrım belge seçimini belirler: bir araç halka arz edilecekse izahname hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur, halka arz edilmeksizin satılacaksa izahname zorunlu değildir ve onun yerine ihraç belgesi düzenlenir. Kuralın ne kadar ciddiye alındığını suç boyutu gösterir: onaylı izahname yayımlama yükümlülüğünü yerine getirmeksizin araçları halka arz edenler, Kanun'un 109 uncu maddesi uyarınca usulsüz halka arz

suçundan iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezasıyla cezalandırılır.

Her halka arzda mutlaka izahname gerekmez; Tebliğ birtakım muafiyetler tanır. Bunların ortak mantığı, ya alıcının nitelikli olması ya da işlemin büyüklüğünün yatırımcı kitlesini sınırlaması nedeniyle geniş kapsamlı bir aydınlatmaya ihtiyaç kalmamasıdır. Örneğin her halka arz için yatırımcı başına en az belirli bir tutarda araç alan yatırımcılara yönelik arzlar, birim nominal değeri yüksek araçların arzı ve nitelikli yatırımcılar arasında borsada işlem görme muafiyet kapsamındadır. Bu tutarların düzeyi sabit değildir; Tebliğ'de yer alan parasal sınırlar her yıl yeniden değerlendirilerek güncellenerek Kurul Bülteni ile ilan edilir; çalışma notundaki örneklerde 250.000 lira olan taban tutarın 2026 yılı için 9.500.000 liraya, ilk halka arz dışında toplam satış bedeline bağlı muafiyet eşliğinin ise 142.500.000 liraya yükseldiği görülür. Bunlardan ayrı olarak, ihracın baştan sınırlı bir kitleye yönelik olduğu bazı hallerde izahname hazırlanması hiç gerekmez: araçların yalnızca nitelikli yatırımcılara ya da tahsisli satışı, sermayeyi değiştirmeyen kupür ve tertip işlemleri, bedelsiz pay dağıtımı, pay alım teklifi bedelinin araçla ödenmesi ve önceden yayımlanmış izahnameye dayanan dönüştürme işlemleri bu gruba girer.

İzahname yapısı bakımından üç biçimde hazırlanabilir. Birincisi tek belgeden oluşan izahnamedir. İkincisi birden fazla belgeden oluşan izahnamedir ve üç parçadan meydana gelir: ihraççının sermayesi, yönetimi, faaliyetleri ve finansal durumunu anlatan ihraççı bilgi dokümanı; ihraç edilecek aracın özelliklerini, haklarını ve risklerini anlatan sermaye piyasası aracı notu; ve bu iki belgedeki bilgilerden yararlanılarak kısa, açık, anlaşılır biçimde hazırlanan özet. Özet, izahnameye bir giriş olarak okunması ve yatırım kararının izahnamenin bütünü incelenerek verilmesi gerektiği uyarısını taşır; nitekim tek başına özete dayanılarak, ancak özet izahnamenin geri kalanıyla birlikte okunduğunda yanıltıcı, hatalı veya tutarsız olduğunda sorumluluk doğar. Üçüncü biçim arz programı izahnamesidir; bu, bankaların ortaklık hakkı vermeyen araçları belirli bir plan çerçevesinde ve azami beş yıllık bir süre boyunca mükerreren ihraç etmesine olanak tanır. Buradaki mükerrerlik, aracın on iki aylık bir süre içinde en az iki kez ihraç edilmesini ifade eder ve her ihraçtan önce arz programı sirküleri hazırlanıp Kurulca onaylanır. İzahnamede yer alacak finansal tablolar da aracın niteliğine göre değişir: ortaklık hakkı veren araçlara ilişkin izahnamede son üç yıla, ortaklık hakkı vermeyen araçlara ilişkin izahnamede ise son iki yıla ait bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların bulunması esastır.

Bir izahname yayımlandıktan sonra da canlı bir belgedir. Satışa başlanmadan önce veya satış sırasında yatırımcının kararını etkileyebilecek bir değişiklik ya da yeni bir husus ortaya çıkarsa, bu durum derhal Kurula bildirilir; değiştirilecek kısımlar bildirimden itibaren yedi iş günü içinde onaylanıp derhal ilan edilir ve değişiklikten önce talepte bulunmuş yatırımcılar, ek ve değişikliklerin yayımlanmasından itibaren iki iş günü içinde taleplerini geri alma hakkına sahip olur. İzahname, güncelliğinin korunması kaydıyla ilk yayım tarihinden itibaren on iki ay boyunca yapılacak ihraçlar için geçerlidir; bu sürenin geçmesinden sonraki halka arzlarda izahnamenin tümünün yeniden onaylanması gerekir. Onay sürecine gelince, izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvuru, gerekli belgelerin Kurula sunulmasından itibaren on iş günü içinde karara bağlanır; payların ilk defa halka arzında bu süre yirmi iş günüdür. Belgelerde eksiklik varsa giderilmesi için süre verilir ve süreler eksikliğin tamamlanmasıyla baştan işler. Onaylanan izahname, teslim alınmasını izleyen on beş iş günü içinde ihraççının internet

sitesinde, KAP üyesiye KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun sitesinde ilan edilir; izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ise ilandan itibaren on iş günü içinde ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir. Önemli bir hatırlatma da şudur: izahnamenin onaylanması, belgedeki bilgilerin doğruluğunun Kurulca tekeffülü anlamına gelmez ve reklamda böyle bir izlenim yaratacak biçimde kullanılamaz.

Araç halka arz edilmeksizin ihraç edilecekse devreye ihraç belgesi girer. İhraç belgesi, çıkarılacak araçların niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içerir ve halka arz edilmeksizin satış, yurt dışında ihraç ve duyuru metni hazırlanmayan izahnamesiz ihraçlarda düzenlenip Kurulca onaylanır. Burada ihraç tavanı kavramı öne çıkar: belirli bir süre içinde satılabilecek azami nominal değer için tek bir ihraç belgesi hazırlanır, bu tavan içinde farklı zamanlarda satışa sunulan her dilim ise tertip olarak adlandırılır ve gerektiğinde her tertip için ayrı tertip ihraç belgesi düzenlenir. Payların halka arzına özgü bir belge olan tasarruf sahiplerine satış duyurusu da benzer bir işlev görür ve yine Kurul onayına tabidir. Son olarak sorumluluk zinciri kritik önemdedir: izahnamedeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiden doğan zarardan öncelikle ihraççı sorumludur; zarar ihraççıdan tazmin edilemiyorsa ya da edilemeyeceği açıkça belliyse, kusurları ve durumun gerekleri ölçüsünde sırasıyla halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider yetkili kuruluş, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumlu olur. Bu sorumluluk Kanun'un 10, 32 ve 63 üncü maddelerine dayanır; sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar ise geçersizdir. Böylece izahname, aracı kamuya açan bir belge olmanın ötesinde, yatırımcıya karşı hukuki bir güvence sisteminin de merkezine oturur.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.1.2 · Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2

Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı: Şekiller, Yöntemler, Tahsisat ve Dağıtım

KISACA

İzahname ya da ihraç belgesi bir aracı hukukten kamuya açtıktan sonra sıra o aracın fiilen yatırımcıya satılmasına gelir; bu satışın kurallarını 6362 sayılı Kanun'a dayanılarak çıkarılan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2 belirler. Tebliğ; satış şekillerini, halka arzda kullanılabilecek satış yöntemlerini, satış fiyatını, satışa başlama ve satış sürelerini, tahsisat ve dağıtım esaslarını, teslimi, satış sonuçlarının saklanıp açıklanmasını ve halka arzda teşvikleri düzenler. En temel ayırım satış şeklindedir: bir araç ya halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin (tahsisli olarak veya yalnızca nitelikli yatırımcılara) satılır.

Halka arzda üç satış yöntemi kullanılabilir: yatırımcı taleplerinin toplanıp önceden belirlenen esaslara göre karşılandığı talep toplama yöntemi, talep toplanmaksızın satış ve borsada satış. Talep toplama yöntemi de kendi içinde sabit fiyat, fiyat teklifi alma ve fiyat aralığı olmak üzere türlere ayrılır. Satışa gelen talep arzı aştığında araçların yatırımcılar arasında adil biçimde paylaştırılması gerekir; işte tahsisat, kaydırma sınırları ve dağıtım ilkeleri bu adaleti sağlar. Süreç dağıtım listesinin kesinleşmesi, karşılanamayan taleplere bedel iadesi, araçların teslimi ve satış sonuçlarının kamuya açıklanmasıyla tamamlanır. Kısacası bu konu, bir halka arzın satış gününden teslimine kadar işleyişinin usul kitabıdır.

Bir sermaye piyasası aracının kamuya sunulması iki aşamalıdır: önce izahname ya da ihraç belgesiyle aracın hukuki çerçevesi kurulur, sonra da o araç fiilen satılır. Bu ikinci aşamanın, yani satışın nasıl yapılacağını Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği II-5.2 düzenler; Tebliğ 6362 sayılı Kanun'un satış şartlarına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi veren maddesine dayanır ve satış fiyatını, satış şekillerini ve yöntemlerini, tahsisat ve dağıtım esaslarını, teslimi, halka arzda teşvikleri ve özellikli durumları kapsar. Yatırım fonu ile emeklilik yatırım fonu katılma payları ve değişken sermayeli yatırım ortaklığı payları ise bu Tebliğ'in dışında bırakılmıştır. Konuyu anlamak için önce iki kişiyi ayırmak gerekir: aracı çıkaran tüzel kişi ihraççı, sahip olduğu aracı halka arz etmek üzere başvuran gerçek ya da tüzel kişi ise halka arz edendir; bu ayırım özellikle izahnameden doğan sorumluluğun kimin üstünde olduğu bakımından önem taşır.

En üst ayırım satış şeklindedir. Bir araç ya halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satılır; halka arz edilmeksizin satış da kendi içinde tahsisli satış ve yalnızca nitelikli yatırımcılara satış biçiminde ikiye ayrılır. Tahsisli satışta esas, aracı belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcı sayısının yüz elliye geçmemesidir; bu sayının hesabında nitelikli yatırımcılar dikkate alınmaz, yalnızca gün sonu bakiyesi olan hesaplar sayılır ve müşterek hesap sahipleri ayrı ayrı hesaplanır. Yüz elli sınırının aşıldığı Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından ihraççıya ve Kurula derhal bildirilir; ihraççı da bildirimden itibaren yirmi iş günü içinde izahnamenin onaylanması ve aracın borsada işlem görmesi için başvurmak zorundadır. Halka arz edilmeksizin yapılan satışlarda yatırımcıya, riskleri anlayıp kabul ettiğini gösteren bir beyan imzalatılır ve

bu beyanlar beş yıl süreyle saklanır; nitelikli yatırımcı statüsü ise ilgiliden alınan beyan üzerine Merkezi Kaydi Sistem'e kaydedilir.

Araç halka arz edilecekse üç satış yönteminden biri kullanılır. Bunların ilki ve en yaygını talep toplama yöntemidir; yatırımcı talepleri talep formuyla toplanır, süre sonunda izahnamedeki esaslara göre karşılanır ve talebin toplanmış olması onun mutlaka karşılanacağı anlamına gelmez. Talep toplama üç biçimde yapılabilir: satışa sabit bir fiyat (ya da pay dışı araçlarda sabit iskonto veya kupon oranı) belirlenerek çıkıldığı sabit fiyatla talep toplama; asgari bir fiyat belirlenip onun üzerindeki tekliflerin alındığı fiyat teklifi olarak talep toplama; ve bir taban ile tavan fiyat belirlenip bu aralıktan talep toplanan fiyat aralığı yöntemi. Fiyat aralığı yönteminde tavan fiyat, taban fiyatın yüzde yirmi fazlasını aşacak şekilde belirlenemez. İkinci yöntem, belirli bir fiyattan ve yatırımcılar arasında eşitsizlik yaratmayacak bir usulle satış yapılan talep toplanmaksızın satışır. Üçüncü yöntem ise esasları borsa tarafından belirlenen borsada satışır; nitekim payları borsada işlem gören ortaklıkların belirli bir grup paylarına ilişkin yeni pay alma haklarının kullanımından sonra kalan payların satışında borsada satış yönteminin kullanılması zorunludur ve bu paylar nominal değerinin altında satışa sunulamaz.

Satışın ne zaman başlayacağı ve ne kadar süreceği de kurala bağlanmıştır. Halka arza en erken, izahnamenin ve fiyat tespit raporunun yayımlanmasını takip eden üçüncü gün başlanabilir; bu iki belge farklı günlerde ilan edilmişse süre daha geç yayımlanan belgeye göre işler, halka arz ettiği araçları borsada işlem gören ihraççılarda ise süre takip eden iş günü olarak uygulanır. Halka arz yoluyla satış süresi iki iş gününden az, yirmi iş gününden fazla olamaz ve bu aralıkta ihraççı ya da halka arz eden tarafından serbestçe belirlenir; talep toplama süresi içinde yeterli talep gelse bile sürenin sonuna kadar talep toplamaya devam edilir, çünkü yatırımcı süre boyunca talebini değiştirme ya da geri çekme hakkına sahiptir. Borsada satışta ise talep toplanmaksızın satış iki iş günü, talep toplama suretiyle satış en az iki en fazla üç iş günü sürer.

Talep arzı aştığında araçların adil paylaşılması devreye girer; buna tahsisat ve dağıtım denir. Halka arz edilecek araçların nominal değerinin en az yüzde onunun yurt içi bireysel yatırımcılara, en az yüzde onunun ise yurt içi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi zorunludur. İzahnamede esasları açıklanmışsa gruplar arası kaydırma yapılabilir; ancak bu iki asgari oran korunmak kaydıyla ve bir gruba ait tutarda yüzde yirmiden fazla azaltma yapılmaksızın. Dağıtımda her yatırımcıya grubu içinde eşit ve adil davranılması, talebin hangi yetkili kuruluşça toplandığına bakılmaması esastır; talep arzdan azsa bütün talepler karşılanır, fazlaysa önce eşit dağıtım yapıp artan miktar talebi karşılanamayanlar arasında paylaşılır ya da izahnamede öngörülmüşse oransal dağıtım kullanılır. Fiyat teklifi alma yönteminde ise birikimli olarak en çok aracın satılabildiği fiyat satış fiyatı kabul edilir ve dağıtım en yüksek fiyatlı taleplerden başlar. Talep toplama süresinin bitimini izleyen iki iş günü içinde yetkili kuruluş ya da konsorsiyum lideri dağıtım listesini düzenleyip ihraççıya verir; ihraççı iki iş günü içinde listeyi onaylar; karşılanamayan taleplere ilişkin bedel iadeleri de onaylı listenin teslimini izleyen iş günü içinde yapılır. Araçların yatırımcıya teslimi ise Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde hak sahibi adına açılan hesaplarda izlenmek suretiyle gerçekleşir.

Satış tamamlandıktan sonra da yükümlölükler sürer. Satış süresinin bitiminden itibaren beş yıl boyunca yatırımcı listesi ve satış sonuçları basılı ve elektronik olarak saklanır; dağıtım sonuçları, tahsisat kaydırmaları ve halka arz edilen araçların nominal değerinin yüzde beşinden fazlasını satın alanlar, dağıtım listesinin kesinleştiği günü izleyen iki iş günü içinde kamuya açıklanır. Halka arzın yetkili kuruluş ya da bunlardan oluşan bir konsorsiyum aracılığıyla yapılması esastır; konsorsiyumda en az bir kuruluş lider olarak belirlenir ve başvuru işlemleri ile dağıtım kayıtlarının konsolidesinden lider sorumlu olur. Payların ilk halka arzına özgü bir Kurul ilke kararı ek esaslar getirir: halka arz edilen payların piyasa değeri belirli bir eşiğin altında kalan arzlarda borsada satış yönteminin kullanılması zorunlu tutulmuş, dağıtımdan pay alan yatırımcıların bu payları belirli bir süre boyunca borsa dışında satması ise kısıtlanmıştır. Son olarak halka arzda teşviklere Kurulca izin verilebilir; ancak farklı yatırımcı gruplarına uygulanan halka arz fiyatları arasındaki fark yüzde yirmiyi aşamaz, aynı grup içinde farklı fiyat uygulanamaz ve teşvikler sağlıklı fiyat oluşumunu bozacak nitelikte olamaz.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.2 · Varlık Finansmanına İlişkin Menkul Kıymetler (Kavramsal Çerçeve, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-58.1 ve Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği III-59.1)**Varlık Finansmanına Dayalı Menkul Kıymetler: Dayalı ve Teminatlı Menkul Kıymetler****KISACA**

Varlık finansmanına ilişkin menkul kıymetler, bir kuruluşun bilançosundaki alacakların (özellikle konut kredilerinden doğan alacakların) nakde dönüştürülmesine, yani menkul kıymetleştirmeye dayanır. Bu alanın hukuki temeli 5582 sayılı Kanun'la kurulan konut finansmanı sistemi olup ilgili hükümler bugün 6362 sayılı Kanun'da yer alır. Sistemin altında iki temel işlem vardır: alacağı güvenceye alan ipotek tesisi ve bu alacaklardan menkul kıymet üretilmesi.

İhraç iki farklı yapıda gerçekleşir; bu ayrımı kavramak konunun anahtarıdır. Birinci yapı bilanço dışıdır: alacaklar özel amaçlı bir fona (varlık finansmanı fonu ya da konut finansmanı fonu) devredilir ve fon, bu varlıklara dayalı olarak varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ya da ipoteğe dayalı menkul kıymet (İDMK) ihraç eder; böylece riskler yatırımcıya geçer. Bunu Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-58.1 düzenler. İkinci yapı bilanço içidir: ihraççı, kendi genel yükümlülüğü niteliğinde ve bir teminat havuzu karşılık gösterilerek teminatlı menkul kıymet ihraç eder; havuz ihraççının bilançosunda kalır ama yatırımcı lehine ayrıştırılır. Bunu ise Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği III-59.1 düzenler.

Teminatlı menkul kıymetler ipotek teminatlı (İTMK) ve varlık teminatlı (VTMK) olmak üzere ikiye ayrılır. Kısacası bu konu, 'dayalı' ile 'teminatlı' menkul kıymetler arasındaki farkı ve her birinin ihraç esaslarını öğretir.

Bu konunun kalbinde tek bir fikir vardır: bir kuruluşun elindeki alacakları, bu alacaklardan gelecekte doğacak nakit akımlarına dayanarak menkul kıymete dönüştürmek. Buna menkul kıymetleştirme denir ve üç adımdan oluşur: menkul kıymetleştirilecek alacakların seçilmesi, bu alacakların özel amaçlı bir kuruluşa devri ve o kuruluş tarafından menkul kıymet ihraç edilmesi. Alanın hukuki altyapısı, çağdaş bir konut finansman sistemi kurmak amacıyla 2007'de yürürlüğe giren 5582 sayılı Kanun'la atılmış, ilgili düzenlemeler yapısal bir değişikliğe uğramadan 6362 sayılı Kanun'a taşınmıştır. Kanun konut finansmanını; tüketicilere konut edinmeleri amacıyla kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla kiralınması, sahip olunan konut teminatıyla kredi kullandırılması ve bu kredilerin yeniden finansmanı olarak tanımlar; varlık finansmanı ise bunları da kapsayacak biçimde Kurulca uygun görülen varlıklara dayalı araçların ihracıdır.

Sistemin temelinde iki işlem yatar. Birincisi ipotek tesisidir. İpotek, alacağı güvenceye alma yollarından aynî teminat türüne girer; Türk Medeni Kanunu'nun 850 inci maddesine göre taşınmaz rehni türlerinden biridir ve alacak ödenmezse taşınmazı icra yoluyla sattırarak alacağı tahsil etme yetkisi veren sınırlı bir aynî haktır. İpoteğin iki niteliği çok önemlidir: fer'i bir haktır, yani asıl alacağa sıkı sıkıya bağlıdır ve alacak devredildiğinde ipotekten doğan hak da devralana kendiliğinden geçer; ayrıca alacaklısına öncelikle tahsil hakkı verir, öyle ki birinci derece ipotek sahibinin alacağı ödenmeden sonraki derecelerdeki alacaklıların alacağı ödenmez. İkinci işlem menkul kıymetleştirmedir ve şirkete likidite sağlaması, kredibilitesi güçlü

olmayan kuruluşlara sermaye piyasasından fon bulma imkânı vermesi gibi avantajları yanında alacakların ödenmemesi (kredi riski) ve vade uyumsuzluğu gibi dezavantajları da barındırır.

İşte bu noktada konunun ayırt edici ayrımı belirir. İkincil ipotek piyasası bilanço içi ve bilanço dışı sistemler olarak ikiye ayrılır. Bilanço içi sistemde konut kredilerinin temerrüt ve erken ödeme riskleri menkul kıymet yatırımcısına devredilmez, krediyi veren ihraççının bilançosunda kalır; bu sistemde ihraç edilen araçlar, yurt dışında 'covered bonds' denen, Avrupa'da yaygın ipotek teminatlı menkul kıymetler ile varlık teminatlı menkul kıymetlerdir. Bilanço dışı sistemde ise ipotekli varlıklar krediyi veren kuruluşun bilançosunun dışına, özel amaçlı bir kuruluşa çıkarılır ve kredilere ilişkin tüm riskler yatırımcıya aktarılır; bu sistemde ihraç edilen araçlar 'backed securities' denen, ABD'de yaygın varlığa dayalı ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerdir. Türkçedeki 'dayalı' ile 'teminatlı' sözcükleri işte tam bu farkı taşır: dayalı menkul kıymet bilanço dışıdır ve bir fon tarafından ihraç edilir, teminatlı menkul kıymet ise bilanço içidir ve ihraççının kendisi tarafından ihraç edilir.

Bilanço dışı yapıyı düzenleyen metin Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-58.1'dir. Bu Tebliğ, varlığa dayalı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı menkul kıymetleri (birlikte VİDMK) ve bunları ihraç eden fonları düzenler. Burada özel amaçlı kuruluş bir fondur: varlık finansmanı fonu varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında, konut finansmanı fonu ise ipoteye dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğüyle kurulan ve tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıdır. Fonun Türkiye'de kurulması ve yalnızca VİDMK ihracı amacıyla kullanılması zorunludur. Fon kurucusu ancak banka, finansal kiralama şirketi, finansman şirketi, varlık yönetim şirketi, ipotek finansmanı kuruluşu ve geniş yetkili aracı kurum olabilir. Yatırımcıyı korumaya yönelik önemli bir kural risk tutma yükümlülüğüdür: kaynak kuruluş ya da kurucu, ihraç edilen VİDMK'nın nominal değerinin yüzde beşini satın almak ve vade sonuna kadar elinde tutmakla yükümlüdür; Kurul bu oranı varlık türüne göre farklılaştırabilir ve kaynak kuruluş ya da kurucu bazında yüzde onu geçmemek üzere artırabilir. Portföydeki varlıkların günlük idaresi ise bir hizmet sağlayıcı tarafından yürütülür.

Bilanço içi yapıyı düzenleyen metin ise Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği III-59.1'dir. Teminatlı menkul kıymet, ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen bir borçlanma aracıdır; ipotek teminatlı menkul kıymet ile varlık teminatlı menkul kıymet olmak üzere ikiye ayrılır. İkisi arasındaki fark ihraç edebilen kurumlarda görülür: varlık teminatlı menkul kıymeti bankalar, ipotek finansmanı kuruluşları, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve kendi kanunlarıncı menkul kıymet ihraca yetkili kamu kuruluşları çıkarabilirken, ipotek teminatlı menkul kıymeti yalnızca konut finansmanı kuruluşları ile ipotek finansmanı kuruluşları ihraç edebilir. Teminatlı menkul kıymet üç şekilde ihraç edilebilir: halka arz edilerek, nitelikli yatırımcılara satılarak ya da birim nominal değeri yüz bin liradan aşağı olmamak kaydıyla tahsisli olarak. Önemli bir sınır tedavül limitidir: tedavülde bulunan teminatlı menkul kıymetlerin nominal değeri, ihraççının son yıllık finansal tablolarındaki aktif toplamının yüzde onunu aşamaz; ipotek finansmanı kuruluşlarına bu limit uygulanmaz, yüksek derecelendirme notuna sahip belirli kuruluşlarda ise limit yüzde yüz oranında artırılır.

Teminatlı menkul kıymet sisteminin can damarı teminat defteridir. İhraççı, teminat varlıkları ve bunlardan elde edilen nakdi kendi malvarlığından ayrı ve özel hesaplarda izlemek üzere teminat defteri tutar; teminat varlıklarla ilgili tüm işlem ve ihtilaflarda bu deftere yapılan kayıtlar esas alınır. Bu ayrıştırmanın koruyucu sonucu şudur: teminatlı menkul kıymet itfa edilene kadar teminat varlıklar, ihraççının yönetimi kamuya devredilse dahi teminat amacı dışında kullanılamaz, rehnedilemez, haczedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez; böylece ihraççı batsa bile bu varlıklar yatırımcının alacağına ayrılmış kalır. Teminatın yeterliliğini güvence altına almak için teminat uyum ilkeleri getirilmiştir. Bunlardan nominal değer uyumu, teminat varlıkların nominal değerinin ihraç edilen menkul kıymetlerin nominal değerinden az olamayacağını; nakit akımı uyumu, bir yıl içinde teminattan beklenen gelirlerin aynı dönemdeki yükümlülüklerden az olamayacağını; net bugünkü değer uyumu ise teminatın net bugünkü değerinin yükümlülüklerin net bugünkü değerinden belirli bir oranda fazla olmasını gerektirir; ipotek teminatlı menkul kıymet ihraçlarında bu fazlalık oranının yüzde ikiden az olmaması zorunludur. Bu ilkelere uyum, teminat defterindeki her değişiklikte ve en az ayda bir kez kontrol edilir; ayrıca teminat varlıkların menfaatini gözetken bağımsız bir teminat sorumlusu atanır. Sonuçta bu konu bize, aynı temel amacın (alacaklardan fon üretmenin) iki farklı hukuki mimariyle nasıl kurulduğunu ve her mimarinin yatırımcıyı hangi mekanizmayla koruduğunu gösterir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.3 · Faizsiz Finans Araçları (Kavramsal Çerçeve ve Kira Sertifikaları Tebliği III-61.1)

Faizsiz Finans Araçları: İlkeler, İslami Finansman Yöntemleri ve Kira Sertifikaları

KISACA

Faizsiz finans, adından da anlaşılacağı gibi getirisi faize dayanmayan finansal araçları ifade eder. Bu sistem paranın zaman değerini büsbütün reddetmez; bir malın peşin ve vadeli fiyatının farklı olmasına izin verir, ama kapital ya da reel faiz biçimindeki, borç verenin hiçbir risk almadan elde ettiği getiriyi yasaklar. Sistemin dört temel yasağı vardır: faiz, yani riba; sözleşmenin esaslı unsurunda önemli belirsizlik, yani gharar fahiş; konunun meşru olmaması, yani haram; ve kumar niteliğindeki spekülasyon, yani maisir. İki temel unsur ise varlığa dayalı finansman ile kâr-zarar ortaklığıdır. Bu ilkeler üzerine kurulu başlıca finansman yöntemleri mudaraba, muşaraka, murabaha, icara, istisna ve selemdir. Bunların sermaye piyasasındaki en gelişmiş ürünü ise kira sertifikasıdır. Kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla, münhasıran bu iş için anonim şirket olarak kurulan varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahibine dayanak varlık ve haklardan elde edilen gelirlerden payı oranında hak sağlayan bir menkul kıymettir. Kira sertifikalarının ihracı ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş ve işleyişi III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği ile düzenlenir.

Faizsiz finansı anlamamanın anahtarı, onun aslında neyi reddettiğini doğru kavramaktır. Faizsiz finans sistemi paranın zaman değeri anlayışını toptan reddetmez; bugün elde bulunan yüz liranın yarınki yüz liradan daha değerli olabileceğini kabul eder, nitekim bir malın peşin fiyatı ile vadeli fiyatının farklı olmasına açıkça izin verir. Reddettiği şey, kapital faizi ya da reel faiz biçimini alan, yani borç verenin hiçbir risk almaksızın anaparasının üzerine önceden belirlenmiş bir tutar eklemesidir. Bu yaklaşım kaynağını İslam hukukunun ticari ilişkilere dair esaslarından alır ve orada faiz, riba adıyla kesin biçimde yasaklanmıştır.

Sistemin çatısını dört yasak ile iki temel unsur oluşturur. Yasakların ilki faiz yasağıdır; anapara yanında ödenecek tutarın az ya da çok olması sonucu değiştirmez, yasaklanan borç verenin risksiz getiri elde etmesidir. İkincisi gharar fahiş, yani sözleşmenin kurucu bir unsurunda önemli derecede belirsizlik bulunmasıdır; örneğin bir kira sözleşmesinde kiralanan malın, kira tutarının ya da sürenin belirsiz bırakılması gibi. Üçüncüsü, sözleşmenin konusunun meşru olmasını gerektiren haram yasağıdır; faiz, alkol gibi yasaklanmış alanlar sözleşmeye konu olamaz. Dördüncüsü ise kumar mahiyetindeki spekülasyonu yasaklayan maisirdir. Bu yasakların yanında iki kurucu ilke vardır: finansmanın içsel değeri olan bir varlığa dayanması, yani varlığa dayalı finansman; ve sermaye ile emeğin bir araya getirildiği girişimlerde tarafların katkıları oranında kâra ve zarara ortak olması, yani kâr-zarar ortaklığı.

Bu ilkeler pratikte çeşitli finansman yöntemleri doğurmuştur. Karşılıksız yöntemler zekât, sadaka ya da karz-ı hasen gibi bir maddi karşılık beklenmeyen desteklerdir. Ticari hayatta kullanılan karşılık alınan yöntemler ise daha zengindir. Mudaraba, bir tarafın sermayeyi, diğerinin emek ve tecrübeyi koyduğu, kârın önceden belirlenen oranda paylaşıldığı, zararın ise kural olarak tümüyle sermayedara ait olduğu bir ortaklıktır. Muşaraka, iki veya daha çok tarafın ortak sermaye koyup kâr ve zarara sermayeleri

oranında ortak olduğu bir kâr-zarar ortaklığıdır. Murabaha bir ortaklık değil, bir malın peşin alınıp vadeli satılması yoluyla fon kullandıran maliyet artı kâr marjlı satıştır. İcara geleneksel finansal kiralamaya benzeyen orta-uzun vadeli bir yöntemdir. İstisna, ileride üretilecek ya da inşa edilecek bir şeyin siparişe yaptırılmasıdır. Selem ise özellikle tarımda kullanılan, bedeli peşin ürünü vadeli bir yapıdır ve döviz, altın, gümüş gibi kıymetler ona konu olamaz.

İslami finans endüstrisinin bankacılık, İslami sigorta yani takafül ve İslami sermaye piyasası olmak üzere üç kolu vardır. Bu alanda öncülüğü bankacılık yapmış, ilk İslami banka 1963'te Mısır'da Mit Ghamr adıyla kurulmuş, ilk İslami sigorta şirketi 1979'da Sudan'da faaliyete geçmiş, ilk İslami bono ise 1983'te Malezya hükümetince ihraç edilmiştir; bugün küresel ölçekte sukuk, bankacılığın ardından en büyük paya sahip araçtır. İslami sermaye piyasası araçları, dayandıkları ilişkiye göre sahipliğe ya da inançlı mülkiyete, alım-satıma, ortaklığa, eser sözleşmesine dayalı sertifikalar ile bunların birleşiminden oluşan hibrit sertifikalar olarak sınıflandırılır. Hibrit ihraçlarda araç, havuzunda hangi varlık türü ağırlıktaysa ona göre adlandırılır.

Bu araçların Türk sermaye piyasasındaki karşılığı kira sertifikasıdır ve düzenlemesi III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği'dir. Tebliğ kira sertifikasını, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmasını sağlayan menkul kıymet olarak tanımlar. Bu ihracı yapan varlık kiralama şirketi, kısaca VKŞ, münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket biçiminde kurulan bir sermaye piyasası kurumudur. Tebliğ kapsamında kira sertifikaları beş temel türde, ayrıca bunların birlikte kullanılmasıyla hibrit olarak ihraç edilebilir: sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı türler. Sahipliğe dayalı türde dayanak varlığın mülkiyeti VKŞ'ye devredilir; yönetim sözleşmesine dayalı türde mülkiyet devredilmeksizin varlık VKŞ lehine yönetilir; alım-satıma dayalı türde VKŞ varlığı satın alıp vadeli satar; ortaklığa dayalı türde VKŞ bir ortak girişime ortak olur; eser sözleşmesine dayalı türde ise VKŞ iş sahibi sıfatıyla bir eserin meydana getirilmesini finanse eder.

Yatırımcının korunmasına dönük birkaç önemli kural öne çıkar. Sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı ihraçlarda ihraç tutarı, değerlendirme raporunda tespit edilen gerçeğe uygun değerın yüzde doksanını aşamaz. Kira sertifikaları itfa edilmeye kadar VKŞ portföyündeki varlık ve haklar, VKŞ'nin yönetiminin kamuya devri hâlinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, kamu alacağı için olsa bile haczedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Kira sertifikaları halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin tahsisli veya nitelikli yatırımcıya satış yoluyla ihraç edilir; yurt içinde ihraç edilenlerin Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kaydi olarak ihracı zorunludur. Kurul ücreti vadeye göre kademelidir; kısa vadeliden uzun vadeliye doğru artan oranlar uygulanır ve Kurul, faizsiz finans araçlarını yaygınlaştırmak amacıyla kira sertifikası ihraçlarındaki kayıt ücretinde yüzde elli oranında indirim uygulamaktadır.

Kimlerin VKŞ kurabileceği de sınırlıdır. Bankalar; portföy aracılığı, genel saklama ya da aracılık yüklenimi faaliyeti yürüten aracı kurumlar; ipotek finansmanı kuruluşları; payları borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları; kurumsal yönetimde birinci ve ikinci grupta yer alan halka açık

ortaklıklar; yatırım yapılabilir seviyede not almış ortaklıklar ve sermayesinin yüzde ellibiri veya fazlası Hazine'ye ait ortaklıklar VKŞ kurabilir; ancak bu son gruptaki bazı kurucular yalnızca kendilerinin fon kullanıcısı olduğu ihraçlar için VKŞ kurabilir. VKŞ'nin yönetim kurulu en az üç kişiden oluşur; en az bir üyenin bağımsız üye, en az birinin de Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olması zorunludur. Fon kullanıcısı ile VKŞ kurucusunun aynı olduğu ihraçlarda, varlıkların satılması gibi dayanak oluşturan önemli işlemler bağımsız üyenin olumlu oyuna bağlanmıştır. VKŞ kredi kullanamaz, borçlanamaz ve esas sözleşmesindeki faaliyetler dışında iş yapamaz. Son olarak, ihraca dayanak varlık ve haklardan tahakkuk eden gelirleri, yapılan tahsilatları ve yatırımcılara yapılan ödemeleri gösteren yatırımcı raporu, sertifika itfa edilene kadar üçer aylık dönemlerde düzenlenir ve dönem bitimini izleyen beş iş günü içinde kamuya duyurulur.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.4 - Gayrimenkul Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği VII-128.2)

Gayrimenkul Sertifikaları: Asli ve Tali Edim, İhraç Süreci ve Kentsel Dönüşüm

KISACA

Gayrimenkul sertifikası, bir inşaat projesinin finansmanını yatırımcıdan toplanan fonla karşılamaya yarayan bir sermaye piyasası aracıdır. İhraççı, inşa edilecek ya da edilmekte olan bir gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya belirli bir alan birimini temsil eden, nominal değeri eşit sertifikalar çıkarır; yatırımcı da bu sertifikalarla projeye vade boyunca ortak olur. Aracın iki yüzü vardır: yeterli sayıda sertifikayı biriktiren yatırımcı bunları bir konut veya işyerine dönüştürebilir, buna asli edim denir; dönüştürmek istemeyen ise projenin değer artışından payına düşen nakit karşılığı alır, buna da tali edim denir.

Bu karma yapı sertifikayı, hem ortaklık hakkı hem de belirli bir vade taşıyan hibrit bir araç yapar. Sertifikaların yurt içinde ihraç edildiğinde borsada işlem görmesi zorunludur; bu da yatırımcıya likidite sağlar. İhracın ve itfanın yetkili kuruluşlar aracılığıyla yürütülmesi, edimlerin bir bağımsız denetim kuruluşu olan edim sorumlusunca kontrol edilmesi ve projenin ilerlemesinin yapı denetim kuruluşunca raporlanması gibi güvenceler öngörülmüştür. Aracın niteliklerini ve ihraç esaslarını VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği düzenler.

Gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak ülke ekonomisinde büyük ağırlığı vardır, ama geleneksel gayrimenkul yatırımının iki temel sorunu bulunur: bir yandan alıcının çoğu zaman bedelin tamamını peşin karşılayacak kaynağı yoktur, diğer yandan büyük projeleri yürüten inşaat şirketleri de finansmanı ön satış ya da uzun vadeli banka kredisiyle sağlamaya çalışırken gecikme ve tazminat riskiyle karşılaşır. Gayrimenkul sertifikası bu iki sorunu aynı anda çözmeyi amaçlayan bir sermaye piyasası aracıdır. Tebliğ onu, ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, projenin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlere ilişkin belirli bir alan birimini temsil eden, nominal değeri eşit bir araç olarak tanımlar. Ülkemizde ilk konut sertifikaları 1989'da Toplu Konut İdaresi'nce ihraç edilmiş, gayrimenkul sertifikası olarak ilk ihraç ise Toplu Konut İdaresi tarafından gerçekleştirilerek 2017'den itibaren Borsa İstanbul'un Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır.

Sertifikanın kalbinde iki tür edim vardır. Asli edim, yatırımcının elindeki yeterli sayıda sertifikayı bir bağımsız bölüme, yani bir konut ya da işyerine dönüştürmesidir; bu durumda ihraççı, sertifika sahibi adına kat mülkiyetini tesis eder ve bağımsız bölümü teslim eder. Tali edim ise, asli edim talep etmeyen ya da şartlarını yerine getirmeyen yatırımcının, sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin ihraççı tarafından satılıp elde edilen bedelin sertifikaları oranında kendisine dağıtılmasıdır; yani gayrimenkulün değer artışından nakit olarak yararlanmaktır. Bir payın sahibine şirkete ortaklık hakkı tanınması gibi, gayrimenkul sertifikası da sahibine projeye ortaklık hakkı tanır; ancak projeye bağlı belirli bir vadesi bulunduğu için hibrit yapıda bir araç sayılır. Tali edimden elde edilen tutar, ifa süresi boyunca tüm

bölümler satılincaya kadar devlet tahvili, hazine bonosu veya mevduat gibi düşük riskli araçlarda değerlendirilir ve satış tamamlanınca yatırımcılara aktarılır; ihraççı isterse vade sonunu beklemeden kısmi itfa da yapabilir.

Bu sürecin sağlıklı yürümesi için birkaç bağımsız aktör devrededir. Edimlerin izahnameye uygun yapılıp yapılmadığını, tali edim satışlarının fiyatlarının piyasa koşullarına uygun olup olmadığını denetleyen edim sorumlusu, sermaye piyasasında bağımsız denetime yetkili bir kuruluştur; halka arz yoluyla ihraçlarda üçer aylık, halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda altışar aylık dönemlerde bir güvence raporu hazırlar ve bunu aynı gün Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan ettirir. Projeye ilişkin fizibilite ve inşaat ilerleme raporlarını ise yapı denetim kuruluşları hazırlar. Edimlerin izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilememesi hâlinde ihraççı, önceden belirlenmiş bir cezai şart ödemekle yükümlü tutulur.

Gayrimenkul sertifikası ihraç edebilmek de belirli şartlara bağlanmıştır. İhraççının, ihraca konu projenin satış değerinin en az yarısı büyüklüğünde bir projeyi başvurudan önceki beş yıl içinde tamamlamış olması, projeye konu arsanın mülkiyetine sahip olup arsa üzerinde kat irtifakı tesis etmiş olması, son finansal tablolarına göre özkaynağının sermayesinden yüksek olması ve yatırım yapılabilir seviyede bir uzun vadeli derecelendirme notu almış olması aranır. Toplu Konut İdaresi ile İller Bankası'nın ya da bunların bağlı ortaklıklarının ihraççı olduğu durumlarda bu şartların bir kısmından muafiyet tanınır. Sertifikalar yurt içinde halka arz edilerek ya da nitelikli yatırımcıya satış yoluyla veya yurt dışında ihraç edilebilir; yurt içi ihraçlarda borsada işlem görme zorunludur. Halka arz yoluyla ihraç edilenler Borsa İstanbul'un Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda, nitelikli yatırımcıya ihraç edilenler ise Girişim Sermayesi Pazarı'nda işlem görür; bu sertifikalar kredili işleme konu edilemez ve açığa satışı yapılamaz. Yurt içinde ihraç edilen sertifikaların Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kaydi olarak ihracı gerekir.

İhraçtan elde edilen fon rastgele kullanılamaz; yetkili kuruluş nezdinde bir banka hesabında toplanır ve ihraççının olası iflasından yalıtılır, yani amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, kamu alacağı için olsa bile haczedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Fonun aktarımı inşaatın ilerlemesine bağlanmıştır: yüzde yirmi beşlik kısmı inşaat başlamadan doğrudan, yüzde altmış beşlik kısmı inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde ve geri kalan yüzde onluk kısmı tüm edimler ifa edildikten sonra ihraççıya aktarılır. İtfa bedelinin ve cezai şartın ödenmesi bir bankaca garanti altına alınmışsa ya da proje için sigorta yaptırılmışsa, fonun tamamı doğrudan ihraççıya aktarılabilir.

Her proje planlandığı gibi gitmeyebilir. Edimlerin öngörülen sürede yerine getirilemeyeceği anlaşılırsa proje gecikmesi söz konusudur; bu durumun anlaşıldığı tarihten itibaren on beş iş günü içinde bir fizibilite raporu hazırlanıp Kurula ek süre için başvurulur, ancak verilecek ek süre genel zorlayıcı sebepler dışında proje bitiş tarihini izleyen yüz seksen gün aşamaz. Verilen ek süre sonunda ya da hiç başvurulmadan edimler yerine getirilemezse proje gerçekleşmemiş sayılır ve ihraççı, sertifikaların itfa bedelini ve cezai şartı yatırımcılara ödemekle yükümlü olur. İhraççı bunu da ödeyemezse, ilk iş günü Kurula bilgi verilir, en geç otuz gün içinde bir gayrimenkul sertifikası sahipleri toplantısı düzenlenir ve toplantıda projenin üçüncü kişilere tamamlattırılması ya da bloke edilen fonun ve tamamlanmayan kısmın satılıp bedelin sertifikalar oranında yatırımcılara dağıtılması kararlaştırılır.

İhraç için ödenen Kurul ücreti kural olarak ihraç değerinin binde ikisidir; ancak Kurul, gayrimenkul stokunun menkul kıymetleştirilmesini ve kentsel dönüşüm finansmanını teşvik etmek amacıyla bu ücrette yüzde elli indirim uygulamakta, böylece oran fiilen binde bire inmektedir. Tebliğin ayrı bir bölümü de kentsel dönüşümüne ayrılmıştır: 6306 sayılı Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkında Kanun kapsamında, anlaşma sağlanması şartıyla kentsel dönüşüm alanlarındaki hak sahiplerine ihraççı tarafından gayrimenkul sertifikası verilebilir. Bu yolla proje geliştiricinin en büyük maliyet kalemlerinden olan arsa iktisap bedeli aradan çıkarılır, hak sahibi ise elindeki borsada işlem gören sertifikayı dilediğinde nakde ya da proje sonunda konuta çevirebilir; böylece kentsel dönüşümüne sürdürülebilir bir finansman modeli kazandırılması amaçlanır. Bu kapsamdaki ihraçları başta Toplu Konut İdaresi, İller Bankası ve belediyeler ya da bunların anlaşacağı tüzel kişiler gerçekleştirebilir.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.5 · Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği VII-128.3)

Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları: İşleyiş, Fiyatlandırma ve İhraç Esasları

KISACA

Varant, sahibine bir dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir tarihte veya o tarihe kadar alma ya da satma hakkı veren bir sermaye piyasası aracıdır. Bu hakkı elde etmek için yatırımcı baştan varant primi denilen bir bedel öder. Varant en yalın haliyle menkul kıymetleştirilmiş bir opsiyondur; işleyişi opsiyona benzese de işlem kuralları bakımından paylarla aynı sınıftadır ve Borsa İstanbul'da pay piyasasında, spot esaslarla işlem görür. Alma hakkı veren varant alım varantı, satma hakkı veren ise satım varantıdır; yalnızca vadesinde kullanılabilen tür Avrupa tipi, vadeye kadar herhangi bir anda kullanılabilen tür Amerikan tipidir.

İhraççısına göre iki tür varant vardır: halka açık ortaklığın kendi paylarına yönelik ihraç ettiği ortaklık varantı ve yatırım kuruluşlarının bir paya, endekse veya sepete dayalı ihraç ettiği yatırım kuruluşu varantı. Bunlara ek olarak, değeri farklı hesaplanan ve çoğu nakavt özelliği taşıyan yatırım kuruluşu sertifikaları da vardır. Ortaklık ve yatırım kuruluşu varantları ile yatırım kuruluşu sertifikalarının ihracı VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği ile düzenlenir.

Varantı anlamanın en sağlam yolu, onun özünde bir hak olduğunu görmektir. Varant sahibine, bir dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenmiş bir kullanım fiyatından, belirli bir tarihte veya o tarihe kadar alma ya da satma hakkı verir; bu hakkın karşılığında yatırımcı baştan varant primi adı verilen bir bedel öder. En yalın tanımıyla varant, finansal kurum ya da şirket tarafından ihraç edilen menkul kıymetleştirilmiş bir opsiyondur. Ancak işlem gördüğü pazar ve kurallar açısından bir türev ürünü değil, dayanak varlık üzerine yazılmış pay benzeri bir araçtır; nitekim Borsa İstanbul'da varantlar pay piyasasında, spot esaslarla işlem görür. Ülkemizde ilk varant, 2010 yılında ihraç edilen aracı kuruluş varantı ile işlem görmeye başlamıştır. Varant satın alan yatırımcı dayanak varlığın kendisini almış olmaz, yalnızca alma veya satma hakkını elde eder; bu yüzden varant sahibi, dayanak paydan doğan kâr payı, oy hakkı ya da rüşhan hakkı gibi hakların hiçbirine sahip olmaz.

Varantın kâr-zarar mantığı asimetriktir ve tam da bu asimetri onu cazip kılar. Alım varantı, sahibine dayanak varlığı belirlenen fiyattan alma hakkı verir; dayanak varlığın piyasa fiyatı kullanım fiyatının üzerine çıkarsa yatırımcı hakkını kullanır ve aradaki fark ona ödenir, fiyat kullanım fiyatının altında kalırsa hakkını kullanmaz ve kaybı yalnızca baştan ödediği primle sınırlı kalır. Satım varantı ise tersini yapar; dayanak varlığın fiyatı kullanım fiyatının altına düştüğünde değer kazanır. Her iki durumda da yatırımcının zararı ödediği primle sınırlıyken, kârı teorik olarak çok daha yüksek olabilir; satıcı yani ihraççı açısından ise durum tam tersidir, kazancı primle sınırlı, riski ise büyüktür. Bu nedenle fiyatın yükseleceğini bekleyen yatırımcının alım, düşeceğini bekleyen satım varantı alması beklenir. Varantlar düşük bir bedelle büyük bir pozisyonu kontrol etme imkânı, yani kaldıraç sunar; teminat

tamamlama yükümlülüğü doğurmaz ve piyasa yapıcı sayesinde likittir. Buna karşılık sınırlı bir vadeye sahip olmaları ve her geçen gün zaman değeri kaybetmeleri başlıca dezavantajlarıdır.

Varant ile opsiyon sık karıştırılır, oysa aralarında belirleyici farklar vardır. Opsiyonlar borsanın belirlediği standart sözleşmelerdir ve vadeli işlem piyasalarında işlem görürler; varantların özellikleri ise ihraççı tarafından belirlenir, daha esnektir ve spot piyasada işlem görürler. Opsiyonda teminat ve teminat tamamlama söz konusuyken, varantta tüm sorumluluk ihraççıdadır; yatırımcı yazan taraf olamadığı için ondan teminat istenmez. Opsiyonun standart vadeleri varken varantın standart vadesi yoktur.

Varantın fiyatını belirleyen faktörler bellidir ve her birinin alım ile satım varantı üzerindeki etkisi farklıdır. Dayanak varlığın fiyatı yükseldikçe alım varantının fiyatı artar, satım varantının fiyatı azalır. Kullanım fiyatı ise bunun tersi yönde çalışır: yükseldikçe alım varantının fiyatı düşer, satım varantının fiyatı yükselir. Vadeye kalan gün sayısının artması ile dayanak varlığın oynaklığının, yani volatilitesinin artması hem alım hem satım varantının fiyatını yükseltir, çünkü ikisi de kâra geçme ihtimalini büyütür. Faiz oranının yükselmesi alım varantının fiyatını artırırken satımını azaltır; dayanak payın dağıttığı temettünün artması ise tersine, alım varantının fiyatını düşürür, satımını yükseltir. Varantların fiyatlamasında opsiyon fiyatlamasında da kullanılan Black-Scholes modeli esas alınır ve fiyatın bu faktörlere duyarlılığı Delta, Teta, Gama, Vega ve Ro gibi katsayılarla ölçülür.

Varantların yanında, onlara benzeyen ama değeri farklı hesaplanan yatırım kuruluşu sertifikaları vardır. Sertifika, dayanak varlığın ya da göstergenin fiyatına göre önceden belirlenmiş koşullar oluştuğunda sahibine ihraççıya karşı ileri sürebileceği bir alacak hakkı veren, yapılandırılmış kaldıraçlı bir üründür. Başlıca türleri iskontolu, turbo, endeks ve prim ödeyen sertifikalardır. İskontolu sertifika, yatırımcıya dayanak varlığa piyasa değeri üzerinden bir indirimle yatırım imkânı sunar, ama karşılığında yatırımcı belirli bir üst sınırın üzerindeki kazançtan feragat eder. Turbo sertifika, önceden ilan edilmiş bir bariyer seviyesine dayanır; dayanak varlığın fiyatı bu seviyeye ulaştığında sertifika nakavt olur, yani vadesi dolmadan geçersiz hale gelir ve işlem sırası kapatılır. Endeks sertifika bir göstergenin değerine birebir bağlı fiyatlanır; prim ödeyen sertifika ise dayanak varlığın fiyatı belirlenen bariyerin altına düşmediği sürece vade tarihinde belirli bir primli getiriyi garanti eder.

Bütün bu araçların ihracını düzenleyen metin VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği'dir; eskiden ayrı düzenlenen ortaklık ve aracı kuruluş varantları bu Tebliğ altında birleştirilmiş, aracı kuruluş varantı ifadesi yatırım kuruluşu varantına dönüştürülmüş ve yatırım kuruluşu sertifikaları da kapsama alınmıştır. Yatırım kuruluşu varantı ve sertifikalarını, kural olarak yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notuna sahip banka ve aracı kurumlar ihraç edebilir; bu nota sahip olmayan bir kuruluş ancak notu taşıyan bir kurumun ihraçtan doğan yükümlülüğü garanti etmesi koşuluyla ihraç yapabilir. Ortaklık varantlarını ise yalnızca payları borsada işlem gören ya da işlem görmek üzere başvuran ortaklıklar ihraç eder ve ülkemizde ortaklık varantı olarak yalnızca alım varantı ihraç edilebilir.

Tebliğ ihracın ve satışın çerçevesini de çizer. Yatırım kuruluşu varantı ya da sertifikası halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir, ancak yurt içinde tahsisli olarak satılamaz; nitelikli yatırımcılara satışta yetkili kuruluşlar aracılığıyla satış ve borsada işlem görme zorunludur. Bu araçların vadesi iki

aydan az, beş yıldan fazla olamaz ve nominal değeri bir kuruştan aşağı olamaz. Dayanak varlık BIST 30 Endeksindeki bir pay, bu endeksteiki paylardan oluşan bir sepet ya da Kurulca uygun görülürse devlet iç borçlanma senedi, döviz veya kıymetli maden gibi varlıklar olabilir; ancak ihraççı kendi sermayesini temsil eden payları dayanak olarak kullanamaz. Kaydi teslimatla uzlaşılan pay veya sepet dayanaklı ihraçlarda, işleme konu paylar ilgili ortaklığın fiili dolaşımdaki pay oranının yüzde yirmisini aşamaz. Yurt içinde ihraç edilen varant ve sertifikaların Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kaydi ihracı zorunludur. Borsada bu araçlar Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda piyasa yapıcılık esasına göre işlem görür; her araçta en az bir piyasa yapıcı bulunması, onun da sürekli çift taraflı alım-satım kotasyonu vererek likidite sağlaması gerekir. Varantlar ve sertifikalar kredili işleme konu edilemez ve açığa satışları yapılamaz; ihraççının ödeme güçlüğüne düşmesi hâlinde risk tümüyle yatırımcıya aittir, çünkü bu araçlarda borsanın herhangi bir yükümlülüğü yoktur.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.6 · Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları (Kavramsal Çerçeve ve Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği VII-128.4)**Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları: Kavram, ADR/EDR/GDR ve VII-128.4 Sayılı Tebliğ****KISACA**

Bir yatırımcının yabancı bir şirketin payını doğrudan yurt dışı borsadan almak yerine, o payı temsil eden ve kendi ülkesinde işlem gören bir aracı satın alması mümkündür; işte bu araca depo sertifikası denir.

Depo sertifikası, bir saklama kuruluşuna depo edilen belirli miktardaki menkul kıymeti temsilen çıkarılan ve o menkul kıymetin sağladığı bütün haklara özdeş bir menkul kıymettir. İhraç edildiği piyasaya göre farklı adlar alır: Amerika için ADR, Avrupa için EDR, birden çok uluslararası piyasa için GDR.

Bu araçların yanında yabancı ortaklıkların doğrudan ihraç ettiği yabancı sermaye piyasası araçları ve yurt dışında kurulu yabancı yatırım fonlarının payları da vardır. Bunların Türkiye'de halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışını düzenleyen metin, VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği'dir.

Tebliğin kurduğu düzenin merkezinde temsilci vardır: yabancı ihraççı ile Türkiye'deki yatırımcı arasında köprü kuran, halka arzda atanması zorunlu olan, Türkiye'de yerleşik geniş yetkili aracı kurum ya da kalkınma ve yatırım bankasıdır. Tebliğ ayrıca halka arz ön şartlarını, kamuyu aydınlatmayı ve yabancı yatırım fonlarının taşınması gereken asgari büyüklük şartlarını belirler.

Konuya, en somut aracı olan depo sertifikasından başlamak anlamayı kolaylaştırır. Bir şirket genellikle kendi ülkesinin borsasına kote olup sermaye piyasası aracı ihraç eder; ancak yerel piyasa yeterince gelişmemiş ya da likit değilse, şirket yabancı bir ülkenin piyasasında kaynak aramak isteyebilir. Bunu doğrudan yapmanın önünde çoğu zaman hukuki ve pratik engeller vardır. Depo sertifikası tam da bu noktada devreye girer: bir saklama kuruluşuna depo edilen belirli miktardaki menkul kıymeti temsilen çıkarılan, o menkul kıymetin sahip olduğu bütün haklara sahip ve ona özdeş bir menkul kıymettir. Tarihsel olarak da bu ihtiyaçtan doğmuştur; İngiliz hukuku şirketlerin hisse senetlerinin yurt dışı borsalara kote olmasını yasaklayınca, bu paylara yatırım yapmak isteyen Amerikalı yatırımcılar için ilk kez 1927'de ortaya çıkmıştır. Dayandığı menkul kıymetler ihraççının ülkesindeki bir saklama kuruluşunun kasalarında muhafaza edilir, sertifikanın kendisi ise başka bir ülkenin piyasasında el değiştirir.

Depo sertifikası genel bir addir; ihraç edildiği piyasaya göre farklı isimler alır. Amerika Birleşik Devletleri hisse senedi piyasalarında işlem görmek üzere ihraç edilenlere ADR, Avrupa piyasalarına yönelik olanlara EDR, çeşitli uluslararası piyasalarda işlem görmek üzere çıkarılanlara GDR denir. ADR'ler Dolar cinsinden ihraç edilir ve sponsorlu ya da sponsorsuz olabilir: sponsorsuz olanda depocu kuruluş, ihraççının katılımı olmadan sertifikayı çıkarır ve maliyetlere sertifika sahipleri katlanır; sponsorlu olanda

ise yabancı şirket depocu-saklama kuruluşuyla bir saklama sözleşmesi imzalar, masrafları üstlenir ve depocu kuruluş yatırımcıya raporları iletmek, kâr paylarını ödemek, oy kullanımına yardımcı olmak gibi görevleri yüklenir, böylece yatırımcının bilgi riski azalır. EDR daha çok Avrupa'ya yatırım yapmak isteyenlerin tercih ettiği, Euro cinsinden ihraç edilen türdür; GDR ise ADR ile EDR'nin bir karışımı olarak hem Amerika hem Avrupa piyasalarından fon bulmaya yarar.

Depo sertifikasının sağladığı faydalar iki yönlüdür. İhraççı şirket, yerel piyasa dışındaki piyasalardan da fon temin edebilir, önemli bir uluslararası yatırımcı kitlesi nezdinde tanınırlık kazanır. Yatırımcı açısından ise sertifika, işlem gördüğü piyasanın para birimi cinsinden alınıp satılır, doğrudan yabancı menkul kıymete yatırıma kıyasla daha düşük işlem ve takas maliyeti taşır ve yabancı yatırımcının karşılaşıacağı takas, mutabakat, işlem saati gibi zorlukları ortadan kaldırır. Hatta kendi mevzuatı gereği yabancı hisse senedine yatırım yapamayan Amerikan bankaları ve emeklilik fonları, ADR'ler orada ihraç edilmiş menkul kıymet sayıldığından bu araçlara yatırım yapabilir. İşleyişin dört tarafı vardır: sertifika ihraç etmek isteyen firma, ihraççı ülkedeki saklama kuruluşu, uluslararası depocu banka ve uluslararası takas kuruluşu. Firma depocu bankayla bir depozitör anlaşması imzalar, belirli miktarda payını kendi ülkesindeki saklama kuruluşunda güvenceye alır, depocu banka da bu payları temsil eden ve onlarla aynı hakları sağlayan depo sertifikalarını ihraç eder.

Bu araçların Türkiye'de satışını düzenleyen metin VII-128.4 sayılı Tebliğ'dir; eskiden ayrı düzenlenen yabancı sermaye piyasası araçları, depo sertifikaları ve yabancı yatırım fonu paylarına ilişkin hükümler tek bir Tebliğ altında birleştirilmiştir. Tebliğ üç farklı aracı tanımlar. Yabancı ortaklık, dışarıda yerleşik olup kendi ülke mevzuatına göre sermaye piyasası aracı ihraç eden kurumdur; yabancı ortaklık payı bu ortaklıkların ihraç ettiği ortaklık hakkı veren araçtır. Yabancı sermaye piyasası araçları, fon payları hariç olmak üzere yabancı ortaklıklar veya yabancı devletler ve mahalli idarelerce ihraç edilen araçlardır. Yabancı yatırım fonu payı ise yurt dışında kurulmuş bir kolektif yatırım kuruluşunun ihraç ettiği paydır. Bu işlemlerin yapılabilmesi için kural olarak Kurula başvurulması zorunludur.

Yabancı bir sermaye piyasası aracının Türkiye'de halka arz edilebilmesi bazı ön şartlara bağlıdır. Aracın borsada işlem görme ya da ihraç başvurusunun bir borsa veya yetkili otorite tarafından yatırımcının korunması gibi bir gerekçeyle reddedilmemiş olması, aracın Türk Lirası ya da Merkez Bankasının günlük kur ilan ettiği bir yabancı para üzerine düzenlenmiş olması, ihraç edildiği ülkede Türkiye'de satışına ve hakların kullanımına dair bir kısıtlama bulunmaması ve devir ile tedavülünü kısıtlayıcı kayıtlara tabi olmaması gerekir. Pay dışındaki ihraçlarda ayrıca, başvurudan önceki bir yıl içinde bir derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli bir derecelendirme notu alınmış olması aranır.

Tebliğin kurduğu düzenin kilit aktörü temsilcidir. Yabancı sermaye piyasası aracının halka arzında temsilci atanması zorunludur; tahsisli ya da nitelikli yatırımcıya satışta ise isteğe bağlıdır. Temsilci, Türkiye'de yerleşik geniş yetkili aracı kurumlar veya kalkınma ve yatırım bankalarıdır ve yabancı ortaklıkla arasında yazılı bir sözleşme bulunur; bu sözleşmenin süresi kural olarak en az aracın vadesi kadar olmalı, sona erdirilmek istendiğinde altmış gün önceden ihbar edilmelidir. Temsilci; hakların ilgili ülke mevzuatı çerçevesinde kullanılmasından, aylık bildirim formlarının Kamuyu Aydınlatma

Platformu'na gönderilmesinden, Türkiye'deki ödemelerin yapılmasından ve yabancı ortaklıktan gelen kamuyu aydınlatma bilgilerinin duyurulmasından sorumludur. Depo sertifikası söz konusu olduğunda devreye depocu kuruluş girer; bu, saklama kuruluşu nezdinde kendi adına ve sertifika sahipleri hesabına saklanan araçları temsilen sertifika çıkaran banka veya geniş yetkili aracı kurumdur ve gerekli nitelikleri taşıyorsa aynı zamanda temsilci de olabilir. Sorumluluk yönünden ihraççı izahnameden ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumludur; temsilci ise izahnameden, lider aracı kurum gibi, kusuru ölçüsünde sorumlu tutulur.

Yabancı yatırım fonlarının Türkiye'de satılabilmesi için ise fonun belirli bir büyüklüğe ve olgunluğa ulaşmış olması aranır. Fonun net varlık değerinin en az on milyon Avro veya muadili tutarda olması, Türkiye'de satışı yapılacak payların başvuru tarihindeki değerinin asgari iki milyon Avro olması ve payların yurt dışında satılmaya başlandığı tarihten itibaren en az üç yıl geçmiş olması gerekir. Fonun net varlık değerinin en az yüzde sekseninin Türkiye'de yerleşik ihraççıların araçları ve Türk kamu borçlanma araçları dışındaki varlıklara yatırılmış olması da bir koşuldur. Bu fonların da Türkiye'de bir temsilcisi bulunur; yatırımcı, sirküler yerine getirilen ve fonun yapısını, stratejisini ve risklerini özetleyen yatırımcı bilgi formu ile bilgilendirilir. Payların satışına ilişkin izahname Kurula sunulan belgeler çerçevesinde yirmi iş günü içinde incelenerek onaylanır; tahsisli satış ise yalnızca nitelikli yatırımcılara yapılabilir ve bu fonlar hiçbir şekilde ilan ve reklam veremez.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.7 · Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği III-61/B.1

Projeye Dayalı Menkul Kıymetler: Proje Finansman Fonu, İhraç Tavanı ve İşleyiş

KISACA

Projeye dayalı menkul kıymet, kısaca PDMK, uzun vadeli ve yoğun sermaye isteyen altyapı, enerji, sanayi veya teknoloji gibi büyük projelerin finansmanı için çıkarılan bir sermaye piyasası aracıdır. Buradaki fikir, projenin beklenen gelirlerini ve nakit akışlarını, projeyi yürüten şirketin genel riskinden ayırıştırıp bir menkul kıymete bağlamaktır. Bunu yapan yapıya proje finansman fonu denir; fon, PDMK karşılığında toplanan parayla, PDMK sahipleri hesabına, proje finansmanına konu varlık ve hakların gelirlerine dayalı bir portföyü işletmek üzere kurulur.

Fon, tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıdır ve yalnızca banka ya da geniş yetkili aracı kurumlarca, inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğü ile kurulur. Fonun malvarlığı; kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrıdır ve PDMK itfa edilinceye kadar haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez. Bu ayrılık, yatırımcının güvencesinin temelidir.

PDMK'nın konusu ya kaynak kuruluşlardan devralınan bir projenin gelir ve hakları, ya da bankaların proje finansmanı için kullandığı kredilerden doğan alacaklardır. Bu araçların ihracı, kuruluş, denetim ve kamuyu aydınlatma esasları III-61/B.1 sayılı Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği ile ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Projeye dayalı menkul kıymetin arkasındaki mantığı kavramak için önce çözmeye çalıştığı ihtiyaçtan başlamak gerekir. Altyapı, enerji, sanayi ya da teknoloji yatırımları gibi büyük projeler uzun vadeli ve yoğun sermaye ister; bu tür projelere kredi verildiğinde ortaya büyük hacimli, uzun vadeli ve nispeten kaliteli nakit akışları çıkar. İşte bu düzenli nakit akışları, menkul kıymetleştirme için elverişlidir. Projeye dayalı menkul kıymet, kısaca PDMK, bu yaklaşımı hayata geçirir: projenin beklenen gelirlerini, projeyi yürüten şirketin genel riskinden ayırıştırıp bir sermaye piyasası aracına bağlar, böylece yatırımcı esasen projenin nakit akışına yatırım yapmış olur. Bu araç, hukukumuzda 7222 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 61/B maddesiyle girmiş, uygulama esasları ise III-61/B.1 sayılı Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği ile belirlenmiştir.

Bu yapının merkezinde proje finansman fonu vardır. Fon, PDMK karşılığında toplanan para ve varlıklarla, PDMK sahipleri hesabına, proje finansmanına konu varlık ve hakların gelirlerine dayalı bir portföyü işletmek amacıyla, yatırım kuruluşlarınca inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğü ile kurulan, tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıdır. Tüzel kişiliği bulunmasa da fon, tapu, ticaret sicili ve diğer resmî sicillerdeki işlemlerle sınırlı olarak tüzel kişi sayılır; bu sicillerdeki işlemler kurucu ile fon kurulunu temsil eden birer yetkilinin müşterek imzasıyla yapılır. Fon Türkiye'de kurulur, süreli veya süresiz olabilir ve yalnızca PDMK ihracı amacıyla kullanılabilir. Fon içtüzüğü ise PDMK sahipleri, kurucu ve fon kurulu arasında, portföyün inançlı mülkiyet ve vekâlet esaslarına göre yönetimini konu alan iltihaki bir sözleşmedir.

PDMK'nın neye dayandığı bellidir. Bir yandan kaynak kuruluşlardan devralınacak tek bir projenin gelir ve diğer hakları; diğer yandan banka ve geniş yetkili aracı kurumların proje finansmanı için kullandığı teminatlı kredilerden doğan alacaklar karşılık gösterilir. Fonu kurabilecek olanlar da sınırlıdır: yalnızca yatırım hizmeti için Kuruldan izin almış banka veya geniş yetkili aracı kurumlar kurucu olabilir. Bu düzenin en kritik güvencesi, fon malvarlığının ayrılığıdır. Fon malvarlığı; kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrıdır ve PDMK itfa edilinceye kadar, bu kurumların yönetiminin kamuya devri hâlinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, kamu alacağı için olsa bile haczedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Fonun kendi borçlanması da dar bir çerçeveye sıkıştırılmıştır; ancak nakdini yönetmek için, o da toplam varlıklarının en çok yüzde biri kadar bir tutarla borçlanabilir.

Fonun kurulması iki aşamalıdır. Önce kuruluş başvurusu yapılır; gerekli belgelerin eksiksiz sunulmasından itibaren yirmi iş günü içinde sonuçlandırılır, eksiklik varsa on iş günü içinde bildirilip yirmi iş günlük giderme süresi tanınır. Olumlu sonuçta fon içtüzüğü altı iş günü içinde ticaret siciline tescil edilir ve bununla kuruluş tamamlanır. İkinci aşamada, içtüzüğün tescilinden itibaren en geç altı ay içinde PDMK ihracına ilişkin izahname veya ihraç belgesi onay başvurusu yapılır; bu süre, makul gerekçeyle bir defaya mahsus altı ay uzatılabilir. İhracın kendisi ise dört yoldan biriyle olabilir: yurt içinde halka arz, halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satış, birim nominal değeri en az yüz bin Türk Lirası olmak kaydıyla tahsisli satış ya da yurt dışında ihraç. Yurt içi ihraç tek seferde yapılır ve halka arz edilecek PDMK için hem borsaya başvuru hem de kredi derecelendirmesi zorunludur.

İhraç tutarının bir sınırı vardır. Kurulca verilecek ihraç tavanı, projeye ilişkin fizibilite etüdünde tespit edilen proje maliyetinin yüzde yetmiş beşini ve fon portföyüne alınacak teminatlı kredilerin anapara ve tahakkuk etmiş faiz toplamını aşamaz; maliyetin en az yüzde yirmi beşinin kaynak kuruluşun özkaynağıyla karşılanması gerekir. Mahalli idareler, kamu iktisadi teşebbüsleri ya da kamu-özel iş birliği mevzuatı kapsamındaki bazı projelerde bu oran maliyetin yüzde sekseni kadar belirlenebilir. Öngörülemeyen nedenlerle ilave kaynak gerekirse, ek fizibilite etüdüyle tespit edilmesi şartıyla ihraç tavanının yüzde yirmisine kadar ek tavan verilebilir; bu durumda kaynak kuruluşun ek tavanın en az yüzde yirmi beşi kadar özkaynak sağlaması ve yeni PDMK'ların önce mevcut PDMK sahiplerine on beş iş günü süreyle alım hakkı tanınarak sunulması gerekir. İhraç için ödenecek Kurul ücreti de vadeye bağlıdır: vadesi 364 güne kadar olanlarda on binde beş, daha uzun olanlarda binde bir oranı uygulanır ve hesaplamada bir yıl 365 gün sayılır.

Fon tek başına işlemez; etrafında tanımlı görevleri olan bir aktörler bütünü vardır. Kurucu, her fon için yönetim kurulu kararıyla en az üç kişilik bir fon kurulu atar; bu kurulda en az bir bağımsız üye ile Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip en az bir üye bulunması zorunludur. Fon türev araç işlemlerine taraf olacaksa, risk yönetim prosedürlerini oluşturacak üyenin Düzey 3 ile Türev Araçlar Lisanslarının ikisine de sahip olması gerekir. Fon kurulu, belirli görevlerini yürütmek üzere banka veya geniş yetkili aracı kurum niteliğinde bir fon operasyon sorumlusu atayabilir. Fonun iç kontrol sistemine uygunluğunu ise, fon operasyonunda fiilen görev almayan ve Düzey 3 Lisansına sahip bir fon denetçisi denetler. Portföydeki varlıkların günlük idaresini ise hizmet sağlayıcı üstlenir; ödemeleri zamanında

tahsil eder, borçluların ödeme kabiliyetini gözetir, gecikmede ihtar çeker ve projenin fiziki ve finansal ilerlemesini üç ayda bir fon kuruluna raporlar.

İhraçtan elde edilen gelir de rastgele kullanılmaz. Gelir, bir banka nezdinde açılan özel bir hesapta toplanır ve vekilin özen borcu çerçevesinde vadeli mevduat, ters repo, para piyasası fonu payları veya Devlet iç borçlanma senetleri gibi düşük riskli araçlarda değerlendirilir. Dayanak, projenin gelir ve hakları ise ihraç gelirinin yüzde on beşi ihracın hemen ardından, kalan yüzde seksen beşi ise altı aylık dönemlerde bağımsız kuruluşlarca hazırlanan proje ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde kaynak kuruluşa aktarılır; dayanak bir kredi alacağı ise gelir doğrudan kaynak kuruluşa aktarılabilir. Bu mekanizma, paranın projenin gerçekleşmesine paralel olarak serbest bırakılmasını sağlar.

Her büyük proje beklendiği gibi gitmeyebilir, Tebliğ bu ihtimalleri de düzenler. Projenin izahnamede öngörülen süre ve esaslarla yerine getirilemeyeceği anlaşılırsa, on beş iş günü içinde kaynak kuruluş bir fizibilite raporu hazırlayıp ek süre talebiyle Kurula başvurur ve bu durum gerekçesiyle Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilir. Verilen ek süre sonunda ya da ek süre istenmeden proje ifa edilemezse bu artık projenin gerçekleşmemesi hâlidir; bu da derhâl ilan edilir ve fon portföyüne ilişkin teminatlar nakde çevrilerek elde edilen tutar sahip olunan PDMK oranında yatırımcılara dağıtılıp araçlar itfa edilir. Fonun geri ödeme gücüne düşmesi hâlinde Kurul, fon kurulu üyelerinin değiştirilmesini isteyebilir ya da fonun başka bir kurucuya devrine karar verebilir. Fon, içtüzüğündeki sürenin dolmasıyla veya süresiz kurulmuşsa tüm yükümlülükler ifa edildikten sonra fon kurulunun başvurusu üzerine Kurulun kabulüyle sona erer; sona erdiği tarihten sonra artık PDMK ihraç edilemez.

3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI 2

İçindekiler

3.8 · Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ II-31/B.1

Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracı: Teminat Yöneticisi, Varlıkların Ayrılığı ve Temerrüt

KISACA

Sermaye piyasası araçlarının teminatlı ihracı, bir ihraççının çıkardığı araçlardan doğan anapara ve faiz gibi ödeme yükümlülüklerini vadesinde yerine getireceğine dair yatırımcıya somut bir güvence sunmasının yoludur. II-31/B.1 sayılı Tebliğ bu yolu düzenler. Buradaki temel kurgu şudur: ihraççı, teminata konu ettiği varlıkların mülkiyetini bağımsız bir teminat yöneticisine devreder ya da bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis eder; böylece varlıklar ihraççının olası iflasından ve borçlarından yalıtılmış, ayrı bir kütle haline gelir.

Teminatlı ihraç kural olarak ihraççının kendi tercihinine bağlıdır, ancak Kurul; ihraççının türüne, finansal durumuna, ihraç tutarına veya araç türüne göre bunu zorunlu tutabilir. İhraç için Kuruldan bir ihraç tavanı alınır ve bu tavan kapsamındaki ihraçların teminatlı olması zorunludur. Teminata konu varlıkların devri tamamlanmadan aracın satışına başlanamaz; bu işlem en geç satıştan bir iş günü önce bitirilir ve durum Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilir.

Teminata konu varlıklar teminat yöneticisinin kendi malvarlığından ayrı tutulur; onun borçları için, kamu alacağı olsa dahi haczedilemez, rehnedilemez ve iflas masasına dahil edilemez. İhraççı temerrüde düşerse teminat yöneticisi bu varlıkları paraya çevirip elde ettiği tutarı yatırımcılara dağıtır; tutar tüm alacakları karşılamaya yetmezse ödeme oransal olarak yapılır.

Teminatlı ihraç fikrini anlamak için önce çözdüğü sorundan başlamak gerekir. Bir yatırımcı borçlanma aracı ya da benzeri bir araç aldığı anda, esasen ihraççının vaat ettiği ödemeleri vadesinde yapacağına güvenir; ihraççı ödeme güçlüğüne düşerse bu güven boşa çıkar. Teminatlı ihraç, işte bu riski azaltmak için araca somut bir varlık desteği bağlar. II-31/B.1 sayılı Tebliğ kapsamında ihraççı, teminata konu ettiği varlıkların mülkiyetini teminat yöneticisine devreder veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis eder. Amaç, araçtan doğan yükümlülüklerin vadesinde yerine getirilmesini sağlamak üzere bu varlıkların sevk ve idaresini, korunmasını güvence altına almaktır.

Bu düzenlemenin bir de arka planı var. Kurum, hukukumuzda 7222 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen ve teminat yönetim sözleşmesi ile teminat yöneticisini düzenleyen 31/B maddesiyle girmiş, uygulama esasları ise II-31/B.1 sayılı Tebliğ ile belirlenmiştir. Amaç, yurt dışı sermaye piyasalarında geniş uygulama alanı bulan teminat yöneticisi, yani trust ya da yed-i emin kurumunun Türk sermaye piyasasına kazandırılmasıdır. Eski uygulamada da ihraçta geri ödemenin teminatı olarak rehin tesis edilebiliyordu; ancak temerrütte rehnedilen varlıkların paraya çevrilip hak sahiplerine ödenmesi çok uzun sürebiliyordu. Yeni düzenleme, yatırımcının alacağının hızla tahsilini mümkün kılar ve böylece ihraççının daha kolay ve düşük maliyetle borçlanabilmesini hedefler. Tebliğ esas olarak, niteliği itibarıyla borçlanma aracı sayılan araçlar ile Kurulca uygun görülecek diğer sermaye piyasası araçları bakımından uygulanır.

Teminatlı ihraç kural olarak ihraççının isteğine bağlı bir imkândır; kimse ihraççıyı araçlarını teminatlandırmaya mecbur etmez. Bununla birlikte Kurul; ihraççıyı, ihraççının türünü veya finansal durumunu, ihraç tutarını ve ihracı planlanan aracın türünü dikkate alarak teminat altına almayı zorunlu tutabilir. Teminat tutarına ilişkin kesin bir alt sınır konmamıştır; ancak Kurul, teminata konu varlıkların devir tarihindeki değerinin, araçlardan doğan ödeme yükümlülüklerinin aynı tarihteki tutarına eşit ya da ondan yüksek olmasını isteyebilir. İhraç için Kuruldan bir ihraç tavanı alınır ve alınan tavan kapsamındaki tüm ihraçların teminatlı olması zorunludur; tavan başvurusundaki yetkili organ kararlarında, aracın bu Tebliğ kapsamında teminatlı ihraç edileceği açıkça belirtilir ve Borçlanma Araçları Tebliği'nin beşinci maddesi kıyasen uygulanır. Önemli bir zamanlama kuralı vardır: teminata konu varlıkların devri veya üzerlerinde aynı hak tesisi tamamlanmadan satışa başlanamaz. Bu işlemler en geç satışa başlanmadan bir iş günü önce tamamlanır ve tamamlandığı Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilir; tahsisli veya nitelikli yatırımcıya yapılan satışlarda ilanlar Merkezi Kayıt Kuruluşu aracılığıyla iletilir ve ihraççının internet sitesinde yayımlanır.

Neyin teminat olabileceği tek tek sayılmıştır. Bunların başında nakit, yani Türk Lirası veya konvertibl döviz gelir. Bunun yanında Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'nde belirlenen nitelikleri taşıyan varlıklar; Hazine ve Maliye Bakanlığı'na ihraç edilen döviz cinsinden tahviller, Devlet iç borçlanma senetleri ve Bakanlığın Varlık Kiralama Anonim Şirketi'nce ihraç edilen kira sertifikaları; Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören paylar; bankalarca ihraç edilmiş, özkaynak hesaplamasına dahil edilecek nitelikte olanlar hariç borçlanma araçları; ilk talepte kayıtsız şartsız ödeme taahhüdü içeren banka teminat mektupları; yatırım fonu katılma payları; borsada işlem gören standart kıymetli madenler; ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetler; sigortalanması şartıyla Ticari İşlemlerde Taşınır Rehni Kanunu'nda sayılan bazı taşınır varlıklar ile taşınmaz mallar; bu varlıklar üzerindeki sınırlı aynı haklar ve Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar teminat olarak kabul edilir. Kurul, varlıkların niteliğini ve likiditesini dikkate alarak çeşitlendirme, değiştirme, hangi oranda teminat sayılacağını belirleme ve yeniden değerlendirme talep etme yetkisine sahiptir.

Teminata konu varlıkların taşınması gereken nitelikler de bellidir. Devir ya da aynı hak tesisi tarihinde, kural olarak varlıkların Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde bulunması gerekir; alacak söz konusuysa borçlusunun Türkiye'de yerleşik olması aranır. Bu şartın istisnası, Hazine'nin döviz tahvilleri, Devlet iç borçlanma senetleri ve Varlık Kiralama Anonim Şirketi kira sertifikalarıdır. Ayrıca varlıklar üzerinde devri kısıtlayan bir yükümlülük bulunmamalıdır. Taşınmazlar için iki ayrı değerlendirme şirketinden rapor alınır ve bu raporlardaki değerlerden düşük olanı esas alınır; üzerinde sınırlı aynı hak bulunan taşınmaz ise ancak bu yükten arta kalan değeri kadar dikkate alınır. Teminata konu bir varlık, teminat yöneticisinin borcu dışındaki bir nedenle haczedilir, mülkiyetinden çıkar ya da yok olursa; yerine aynı değerde yeni varlık üç iş günü içinde teminat yöneticisine devredilir.

Bu düzenlemenin kalbinde varlıkların ayrılığı ilkesi vardır. Teminata konu varlıklar teminat yöneticisinin malvarlığından ayrıdır ve ayrı izlenir; onun borçları nedeniyle, kamu alacağı için dahi haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez, üzerlerine ihtiyati tedbir ve haciz konulamaz. Varlığın teminat olarak devredildiği hususu ilgili sicilin beyanlar hanesine kaydedilir. Bankalar veya diğer finansal kuruluşlar nezdinde tutulan varlıklar, teminat yöneticisinin kendi hesabından ayrı hesaplarda

izlenir; açılan hesabın teminat yönetim sözleşmesi gereği açıldığı bankaya yazılı bildirilir ve onay alınır. Banka on beş iş günü içinde onay vermezse tutar başka bir bankaya aktarılır. Varlıkların korunması ve idaresi için yapılması gereken giderler kural olarak teminata konu varlıklardan karşılanamaz; zorunlu hallerde kesilen tutarı ihraççı üç iş günü içinde tamamlar.

Bütün bu ilişki, ihraççı ile teminat yöneticisi arasında yapılan yazılı bir teminat yönetim sözleşmesine dayanır. Bu sözleşme, hangi ihraçtan doğan yükümlülüğün teminatlandığını, yükümlülüğün ne zaman ve nasıl yerine getirileceğini, varlıkların zilyetliğinin kimde kalacağını, giderlerin kimce karşılanacağını, teminat yöneticisine ödenecek ücreti ve tarafların hak ve yükümlülüklerini asgari içerik olarak taşır. Sözleşme, ihraç tavanı başvurusuna ilişkin belgelerle birlikte Kurula iletilir; tavanın tamamı için tek seferde ya da her tertip için ayrı ayrı yapılabilir. İhraçtan sonra yatırımcıların alacaklarını tam ve zamanında almalarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin yapılabilmesi için, değişikliğin borçlanma araçları sahipleri kurulunca karara bağlanması gerekir. Sözleşme, yükümlülüğün ifa edilerek araçların itfası veya varlıkların paraya çevrilip ödemelerin tamamlanmasıyla sona erer; bunun dışında teminat yöneticisinin varlıkları amacı dışında kullanması, faaliyet izninin iptali ya da bağımsızlığını zedeleyen hallerin otuz gün içinde giderilmemesi gibi durumlarda da sona erer. Bu hallerde ihraççı, sözleşmenin sona ermesinden itibaren beş iş günü içinde yeni bir teminat yöneticisiyle sözleşme yapıp Kurulun onayına sunar.

Sistemin asıl sınıdıldığı an temerrüttür. Aracın anapara, faiz ve benzeri ödemelerinin izahnamede veya ihraç belgesinde öngörülen sürede yapılmaması temerrüt sayılır. Temerrüt gerçekleştiğinde teminat yöneticisi; ihbar, ihtar, süre verme, adli veya idari merciden izin alma ya da açık artırma gibi herhangi bir ön şartı yerine getirmeksizin teminata konu varlıkları satıp bedelini yatırımcılar arasında paylaştırabilir. Varlığın türüne göre süreler değişir: konvertibl döviz en geç izleyen iş günü Türk Lirasına çevrilip ödenir; Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği kapsamındaki varlıklar vadelerinde tahsil edildikçe yatırımcılara aktarılır; taşınmazlar, taşınır rehni kanunu kapsamındaki varlıklar ve sınırlı ayni hakların paraya çevrilmesine en geç otuz beş gün içinde başlanır; bunların dışında kalanlar ise beş iş günü içinde nakde çevrilir. Yalnızca ödeme yükümlülüğünü karşılayacak kadarlık kısım paraya çevrilir. Elde edilen tutar tüm yatırımcıların alacağını karşılamaya yetmezse ödeme oransal yapılır; oran, teminatların satış tutarının ihraççının ödeme yükümlülüğüne bölünmesiyle bulunur ve birim aracın sağladığı alacakla çarpılarak yatırımcı başına düşen tutar hesaplanır.

Bu görevi üstlenen teminat yöneticisi herhangi bir kuruluş değildir. Kurulun ilgili tebliğinde düzenlenen genel saklama yetkisine sahip yatırım kuruluşlarından, Kurulca onaylanıp ilan edilenler bu rolü yürütür. Bağımsızlığını korumak için sıkı sınırlar konmuştur: teminat yöneticisi ile ihraççı ilişkili taraf olamaz; sözleşme süresince aralarında, aracın tedavüldeki nominal değerinin yüzde otuzu veya fazlasına denk tutarda halka arza aracılık ya da borç ilişkisi kurulamaz, karşılıklı teminat verilemez. İstihdam edilecek personel yönünden ise, teminat yöneticiliği biriminin başında Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip ve finansal piyasalarda en az beş yıl deneyimi olan bir yönetici bulunması gerekir.

Son halka, tüm bu sürecin şeffaf yürümesini sağlayan kamuyu aydınlatmadır. Teminat yöneticisi; araçların ihracını izleyen altı aylık dönemler itibarıyla, temerrüt halinde, varlıkların paraya çevrilmesi

sonuçlandığında ve Kurulun isteyeceği diğer hallerde, Tebliğ ekindeki örneğe uygun teminat raporunu on iş günü içinde hazırlar ve imzalandığı tarihi izleyen iş günü Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklar. Ayrıca sözleşmedeki değişiklik, bağımsızlığı zedeleyen haller ya da teminat değerinde belirli oranı aşan azalmalar gibi durumlarda özel durum açıklaması yapılır; değerlendirme gerektirmeyen varlıklarda, devir tarihindeki değerin yüzde yirmi beşini aşan azalma ve sonrasındaki her yüzde yirmilik ilave azalma açıklama gerektirir. Her ihraca ilişkin varlıklar için ayrı bir teminat defteri tutulur ve teminat yöneticisi, bu defteri ve ilgili belgeleri Türk Ticaret Kanunu uyarınca on yıl süreyle saklamakla yükümlüdür.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.1 · Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III-37.1

Yatırım Hizmetleri Tebliği (III-37.1): Faaliyetler, İzin ve Türev İşlemlere Özel Kurallar

KISACA

Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, 6362 sayılı Kanun'un 37'nci maddesinde sayılan ve III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri Tebliği ile ayrıntılandırılan çekirdek faaliyetlerdir; emirlerin alınıp iletilmesi, işlem ve portföy aracılığı, kendi hesabından alım satım, bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık ve saklama bunların başlıcalarıdır. Bu faaliyetlerin her biri düzenli uğraş, ticari ya da mesleki faaliyet olarak yürütülebilmek için Kuruldan ayrı izin ister; yan hizmetler ise izne değil, yatırım kuruluşunun bildirimini takiben 20 iş günü içinde Kurulca aksi görüş bildirilmedikçe başlanabilen bir bildirim tabidir.

Tebliğ, alım satım aracılığı emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı olarak üçe ayırır; portföy aracılığında yatırım kuruluşu emri kendi portföyünden karşılayarak karşı taraf olduğundan çıkar çatışması en yüksektir. Aracı kurumlar üstlendikleri riske göre dar, kısmi ve geniş yetkili olarak gruplanır ve buna göre farklı asgari özsermaye tutarları aranır. Kaldıraçlı işlemler ve tezgahüstü türev araçlar; kaldıraç oranı, teminatlandırma politikası ve müşteri koruması bakımından özel ve ayrıntılı hükümlere bağlanmıştır. Tebliğ ayrıca müşteri emrini en iyi şekilde gerçekleştirme, yerindelik testi ve müşteri varlıklarının kurumun malvarlığından ayrı izlenmesi gibi temel ilkeleri de kurar.

Sermaye piyasası faaliyetlerinin çekirdeğinde yatırım hizmetleri ve faaliyetleri yer alır ve bunların çerçevesini çizen metin III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'dir. Tebliğ'in dördüncü maddesi bu faaliyetleri tek tek sayar: sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, bu emirlerin müşteri adına ve hesabına ya da kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, araçların kendi hesabından alım satımı, bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, halka arzda yüklenimde bulunularak veya bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi, çok taraflı alım satım sistemlerinin işletilmesi ve araçların müşteri namına saklanması ile yönetimi. Kanun'daki 'portföy yöneticiliği' burada bireysel ve kolektif olarak ayrılmış, bireysel portföy saklama hizmeti bu Tebliğ'de, kolektif portföylerin saklanması ise ayrı bir tebliğde düzenlenmiştir. Kanun'la mevzuata giren 'yatırım kuruluşu' terimi de eski 'aracı kuruluş' teriminin yerini almış olup aracı kurumlar ile bankaları kapsayan bir üst yapıyı ifade eder; portföy yönetim şirketleri ve kolektif yatırım kuruluşları bu tanımın dışında bırakılmıştır.

Burada kritik bir ayrım vardır. Yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin her birinin düzenli uğraş, ticari ve mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için Kuruldan izin alınması zorunludur; ancak bir yatırım kuruluşunun sadece kendi portföyü için, müşterilerine hizmet sunma amacı olmaksızın işlem yapması izne tabi değildir. Yan hizmetler ise ayrı bir yetki belgesine ve izne bağlı değildir; yatırım kuruluşu sunmayı planladığı yan hizmeti Kurula bildirir ve bildirimini takip eden 20 iş günü içinde Kurulca aksi yönde görüş bildirilmedikçe bu hizmete başlayabilir. Kurulca aksi görüş bildirilirse faaliyete

başlanamaz. İzin gerektiren yatırım faaliyeti ile bildirim tabi yan hizmet arasındaki bu fark, Tebliğ'i anlamının anahtarıdır.

Aracı kurumlar üstlendikleri hizmetlerin mali yapıya etkisine ve taşıdığı riske göre gruplanır. Emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığından herhangi birini ya da tamamını yürütecekler dar yetkili; işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama ve portföy yöneticiliği yürütecekler kısmi yetkili; portföy aracılığı, genel saklama ve aracılık yüklenimi yürütecekler ise geniş yetkili aracı kurum sayılır. Bu sınıflandırmaya bağlı olarak asgari özsermaye tutarları da farklılaşır; sermaye yeterliliği düzenlemeleri uyarınca dar yetkili aracı kurumların 45.000.000 TL, kısmi yetkili aracı kurumların 190.000.000 TL ve geniş yetkili aracı kurumların 380.000.000 TL asgari özsermayeye sahip olması gerekir. Yetki genişledikçe risk ve dolayısıyla aranan sermaye artar.

Alım satım aracılık kendi içinde üçe ayrılır. Emir iletimine aracılıkta yatırım kuruluşu müşteriden aldığı emri, o emri gerçekleştirmeye yetkili başka bir yatırım kuruluşuna iletir; bu faaliyeti yürütenlerin müşteri varlıklarını saklama yetkisi yoktur, dolayısıyla saklama için yetkili bir kuruluşla anlaşmaları gerekir ve bankalar kaldıraçlı işlemlerde emir iletimine aracılık yapamaz. İşlem aracılığında kuruluş emri gerçekleştirme yetkisine sahiptir; emri ya borsaya iletir ya da kendi portföyünden karşılayacak bir portföy aracısına yönlendirir ve bu faaliyette müşteri varlıklarını saklama yetkisi bulunması gerekir. Portföy aracılığında ise yatırım kuruluşu müşterinin emrini borsaya veya başka bir kuruma iletmeden kendi portföyünden karşılar, yani işlemin karşı tarafı doğrudan kendisidir; bu nedenle çıkar çatışması bu türde en yüksektir ve emrin en iyi koşullarda gerçekleştirilmesi ile çıkar çatışması politikası özellikle önem kazanır. Bankaların hangi araçlarda işlem ya da portföy aracılığı yapabileceği araç bazında sınırlandırılmıştır; genel olarak mevduat, katılım, kalkınma ve yatırım bankaları kaldıraçlı işlemlerde bu aracılıkları yapamaz.

Türev araçlara ve kaldıraçlı işlemlere Tebliğ özel bir bölüm ayırır. Kaldıraçlı işlemler döviz, kıymetli maden ve Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılabilir; kaldıraç oranı pozisyonun ilk açıldığı sırada 10:1'i geçemez, yani 100 TL teminatla en fazla 1.000 TL'lik pozisyon alınabilir ve çerçeve sözleşmede daha düşük bir oran belirlenebilir. Bir kaldıraçlı işleme başlanabilmesi için başlangıç teminatı olarak asgari 50.000 TL veya muadili döviz tutarının yatırılmış olması gerekir; teminatlar Takasbank nezdinde müşteri ismine saklanır. Genel müşterilere hesap açılmadan önce gerçek zamanlı fiyatlarla çalışan bir deneme hesabında işlem yaptırılması, müşterinin bu hesabı asgari altı iş günü çalıştırması ve toplamda asgari elli işlem yapması zorunludur. Tezgahüstü türev araçlarda ise aracı kurumların yönetim kurulu kararıyla bir teminatlandırma politikası oluşturması, her müşteri için pozisyon limiti belirlemesi ve başlangıç ile sürdürme teminatı yapısını kurması gerekir; sürdürme teminatı belirlenen oranın altına düşerse teminat tamamlama çağrısı yapılır, süresinde tamamlanmazsa müşteri temerrüde düşmüş sayılır. Genel müşteri ve talebe dayalı profesyonel müşteriler bakımından, kaldıraçlı işlemlerde yatırılan teminatın üzerinde bir kayba uğratabilecek şekilde işlem yaptırılamaz ve piyasa koşullarından doğan bu tür fazla zarar müşteriden talep edilemez.

Bireysel portföy yöneticiliği, finansal varlıklardan oluşan portföylerin her bir müşteri adına vekil sıfatıyla, müşterinin mali durumu, risk tercihleri, beklenen getiri düzeyi ve yatırım süresi dikkate alınarak

yönetilmesidir; aracı kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları ile portföy yönetim şirketleri Kuruldan izin alarak bu faaliyeti yürütebilir. Yatırım danışmanlığı ise müşteriye ya da benzer nitelikteki bir gruba yönelik yönlendirici yorum ve tavsiyelerde bulunmaktır; bu faaliyeti aracı kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları ile portföy yönetim şirketleri yapabilir, ancak ticari bankalar yapamaz. Hem bireysel portföy yöneticiliği hem de yatırım danışmanlığı sunulmadan önce yerindelik testi zorunludur; bu test müşteriye sunulacak hizmetin müşterinin yatırım amaçları, mali durumu ile bilgi ve tecrübesiyle uyumlu olup olmadığını ölçer ve sonucuna uygun olmayan hizmet müşteri istese dahi sunulamaz.

Halka arza aracılık, yüklenimde bulunularak yapılan aracılık yüklenimi ile yüklenimde bulunmaksızın yapılan en iyi gayret aracılığı olarak ikiye ayrılır; aracılık yüklenimi kendi içinde bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi yüklenim ve kısmen tümünü yüklenim olmak üzere dört alt başlığa bölünür. Saklama hizmeti ise sınırlı saklama ve genel saklama olarak ikiye ayrılır; sınırlı saklama yetkili olunan faaliyete bağlı olarak kendi müşterilerinin varlıklarının saklanmasıyla sınırlıyken, genel saklama başka yatırım kuruluşlarının müşterilerine de saklama hizmeti verilmesini kapsar ve bankalar yalnızca genel saklama hizmeti verebilir. Tüm bu faaliyetlerin üzerinde, yatırımcının her ne surette olursa olsun yatırım kuruluşu nezdinde bulunan nakit ve sermaye piyasası araçlarının kurumun malvarlığından ayrı olarak müşteri bazında izlenmesi ilkesi durur; müşteri varlıkları yatırımcının yazılı açık izni olmaksızın tevdi amacı dışında kullanılamaz.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.2 · Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ III-39.1

Yatırım Kuruluşları Tebliği (III-39.1): Kuruluştan Faaliyet İzninin İptaline

KISACA

III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşları Tebliği, yatırım hizmetlerini sunacak aracı kurumların ve bankaların kuruluşundan faaliyete geçmesine, personelinin merkez dışı örgütlerine, yükümlülüklerinden faaliyetlerinin durdurulmasına kadar tüm yaşam döngüsünü düzenler. Aracı kurumların anonim ortaklık olarak, paylarının tamamı nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılmış biçimde kurulması, kurucularının dürüstlük ve mali güç şartlarını taşıması gerekir; kuruluş izni tek başına faaliyet izni anlamına gelmez, ayrıca faaliyete geçmek için başvuru yapılır ve faaliyet izinleri her bir yatırım hizmeti bazında verilir. Tebliğ, kuruluşun yanında çıkar çatışması politikasını, personelde aranan lisans ve tecrübe şartlarını, çerçeve sözleşme imzalamaya zorunluluğunu ve müşteri sınıflandırmasını da kurar. Müşteriler genel ve profesyonel olarak ayrılır; profesyonel müşteriler bazı yatırımcı koruma hükümlerinden yararlanamaz. Alım satım ve halka arza aracılıkta genel müşterilere uygunluk testi yapılması zorunludur ve bu test, sonucuna uyulması zorunlu olan yerindelik testinden farklı olarak müşterinin ısrarı halinde hizmet verilmesine engel değildir. Tebliğ ayrıca reklam ve promosyon ilkelerini, dışarıdan hizmet alımını, faaliyet izninin sınırlandırılması ile iptalini ve teminatları da düzenler.

III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, yatırım hizmetlerini sunacak kuruluşların adeta yaşam döngüsünü baştan sona düzenleyen çerçeve metindir; kuruluşa, kurucu, ortak ve personele, faaliyete geçmeye, yükümlülüklerle, merkez dışı örgütlere, dışarıdan hizmet alımına, faaliyetlerin durdurulmasına ve teminatlara ilişkin esasları içerir. Yatırım kuruluşu kavramı aracı kurumlar ile bankaları kapsar; Tebliğ bazı konularda yalnızca aracı kurumları, bazı konularda ise hem aracı kurumları hem bankaları düzenlediğinden, hangi hükmün kime yönelik olduğunu anlamak için metnin aracı kurum, banka veya yatırım kuruluşu kavramlarını nasıl kullandığına dikkat etmek gerekir.

Aracı kurumların kuruluşuna Kurulca izin verilebilmesi için anonim ortaklık şeklinde kurulmaları, paylarının tamamının nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılmış olması, esas sözleşmelerinin mevzuata uygun olması, ortaklık yapısının şeffaf ve kurucularının belirli şartları taşıması gerekir. Kurucuların müflis olmaması, faaliyet izni iptal edilmiş kuruluşlarda sorumluluğu bulunmaması, Kanunda yazılı suçlardan mahkûmiyetinin olmaması ile gerekli mali güce, dürüstlük ve itibara sahip olması aranan başlıca şartlardır. Aracı kurumların ticaret unvanlarında 'menkul değerler' veya 'menkul kıymetler' ibarelerinden birinin yer alması şart olup, geniş yetkili aracı kurumlar 'yatırım menkul değerler' veya 'yatırım menkul kıymetler' ibarelerini kullanabilir. Kuruluş izni almış olmak faaliyet izni anlamına gelmez; kuruluş iznini takiben altı ay içinde faaliyet izni almak üzere başvurulmazsa faaliyet izni alma hakkı düşer, Kurul bu süreyi toplam bir yılı aşmamak üzere uzatabilir ve faaliyet izinleri her bir yatırım hizmeti bazında ayrı ayrı verilir.

Faaliyete geçmek için, kuruluş şartlarının korunmuş olması, asgari sermayenin nakden ve tamamen ödenmesi, sermaye yeterliliği yükümlülüklerinin karşılanması, uygun organizasyon yapısının ve iç denetim sisteminin kurulması, personel ile genel müdür şartlarının sağlanması ve gerekli bilgi işlem altyapısının oluşturulması gerekir; yatırım kuruluşları ayrıca Birliğe üye olmak ve Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne katılmak zorundadır. Organizasyon yapısının, müşteri ile kurum, kurum personeli ya da müşterilerin kendi aralarında doğabilecek çıkar çatışmalarını önleyecek biçimde kurulması ve yazılı bir çıkar çatışması politikasının yönetim kurulu kararıyla yürürlüğe konması gerekir. Personel tarafında ise unvana göre farklı lisans ve tecrübe şartları aranır; örneğin aracı kurum genel müdür ve yardımcılarının mali piyasalar veya işletmecilik alanında en az yedi yıllık deneyime sahip olması ve genel müdürün münhasıran bu görev için istihdam edilmesi gerekir, genel müdürlüğe altı aydan fazla vekalet edilemez ve yönetim kurulu asgari üç üyeden oluşur.

Yatırım kuruluşları müşterileriyle işlem yapmaya başlamadan önce, sunulacak faaliyete ilişkin yazılı bir çerçeve sözleşme imzalamak zorundadır; bu sözleşme ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen bir çerçeve anlaşmadır ve müşterilerin haklarını ciddi biçimde zedeleyen, kurum lehine tek taraflı olağanüstü haklar tanıyan hükümlere yer verilemez. Çerçeve sözleşme öncesinde genel müşteriye Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu verilir ve işleme konu araçların riskleri ayrıca açıklanır. Her müşteriye bir müşteri numarası verilir ve bu numara takas ve saklama kuruluşu ile Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki sicil numarasıyla eşleştirilir; böylece bir yatırımcının farklı kurumlardaki hesapları tek bir sicil altında izlenebilir.

Müşteri sınıflandırması bu Tebliğ'in en sık sınıanan konularından biridir. Her yatırım kuruluşu, hizmet sunduğu her müşteriye ya profesyonel ya da genel müşteri olarak bir sınıfa yerleştirmek ve o sınıfa uygun biçimde hizmet vermekle yükümlüdür. Profesyonel müşteri kendi yatırım kararlarını verebilecek ve riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriye ifade eder; aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, sigorta şirketleri gibi kuruluşlar ile belirli finansal büyüklük ölçütlerini sağlayan kuruluşlar bu kapsamdadır. Profesyonel müşteriler, örneğin kaldıraçlı işlemlerde teminat üstü zararın talep edilememesi gibi bazı yatırımcı koruma hükümlerinden yararlanamaz ve kendilerine bu husus yazılı olarak bildirilir. Belirli işlem hacmi, finansal varlık ve mesleki tecrübe ölçütlerinden en az ikisini sağlayan genel müşteriler ise yazılı talepleriyle talebe dayalı profesyonel müşteri kabul edilebilir; profesyonel müşteri tanımına girmeyen herkes genel müşteri sayılır. Kurul zaman zaman bu ölçütleri güncelleyebilmekte olup, sınıflandırmayı etkileyecek ölçütlerin doğruluğundan müşteri sorumludur.

Uygunluk testi ile yerindelik testi kolayca karıştırılan iki farklı araçtır. Uygunluk testi, alım satıma aracılık ve halka arza aracılık faaliyetlerinde yalnızca genel müşterilere yapılması zorunlu olan, ürün ya da hizmetin taşıdığı riskleri müşterinin anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadığını ölçen bir testtir ve mali durum bilgisi almaz. Sonucunda ürün müşteriye uygun bulunmasa dahi, müşteri talebinde ısrar ederse yatırım kuruluşu kendi politikasına göre hizmet verip vermemekte serbesttir; yerindelik testinde ise sonuca uymayan hizmet müşteri istese bile sunulamaz. Fark buradadır: uygunluk testinde nihai karar müşterinin takdirinde kalırken, yerindelik testinde uyumsuz hizmet mutlak biçimde yasaktır.

Tebliğ ayrıca yatırım kuruluşlarının yükümlülüklerini de düzenler; ortaklık yapısı değişiklikleri Kurulun izin veya bildirim rejimine tabidir, izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin öğrenilmesi halinde Kurula bildirim zorunludur, iştirak sınırları getirilmiştir ve reklam ile promosyon kampanyalarında yatırımcıyı yanıltıcı, garanti getiri vaat eden veya abartılı ifadeler yasaktır; kaldıraçlı işlemlerde karda ve zararda olan hesapların oransal dağılımı 'Zarar Olasılığınız' başlığı altında ilan edilir. Aracı kurumlar merkez dışı örgüt olarak şube ve irtibat bürosu açabilir; şube tüm yetkili faaliyetleri ve nakit işlemlerini yaparken irtibat bürosu yalnızca müşteri emirlerini kuruma iletebilir. Yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası mevzuatından doğan yükümlülüklerine yardımcı nitelikteki bazı hizmetleri sözleşmeyle dışarıdan alması mümkündür, ancak yönetim kurulunca icra edilmesi gereken işler, izin gerektiren faaliyetler, muhasebeleştirme ve iç denetim dışarıdan hizmet alımına konu edilemez ve bu alım kurumun sorumluluğunu ortadan kaldırmaz. Son olarak Kurul, faaliyet izninin iki yıl kullanılmaması, yanıltıcı beyanla alınmış olması, şartların yitirilmesi, hukuka aykırı faaliyet veya mali durumun bozulması gibi hallerde faaliyetleri sınırlandırmaya, geçici olarak durdurmaya veya faaliyet iznini iptale yetkilidir; mali durumun bozulması halinde yatırımcıları tazmin, tedrici tasfiye ve iflas gibi ağır tedbirler de gündeme gelebilir ve Kurul gerekli gördüğünde aracı kurumlardan Takasbank nezdinde teminat bloke etmelerini isteyebilir.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.3 · Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ III-45.1**Belge ve Kayıt Düzeni Tebliği (III-45.1): Emirden Ekstreya, Kimlik Doğrulamadan Saklamaya****KISACA**

III-45.1 sayılı Belge ve Kayıt Düzeni Tebliği, yatırım kuruluşlarının yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetler sırasında hangi belgeleri düzenleyeceğini, bu belgeleri nasıl kaydedip saklayacağını belirler; muhasebeleştirilmenin kendisini düzenlemez. Yatırım kuruluşu müşteriyle işleme başlamadan önce çerçeve sözleşme imzalar, her müşteriye ayrı bir müşteri numarası verir ve bu numarayı takas, saklama ile Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki sicil ile eşleştirir.

Tebliğ, nakit alındı ve ödendi belgesi, müşteri emir formu, türev piyasalar emir takip formu, seans takip formu, işlem sonuç formları, işlem talimat formu, türev piyasalar teminat durum raporu, pozisyon limit aşımı raporu ve aylık hesap ekstresi gibi belgeleri sayar. Emirler yazılı ya da sözlü alınabilir; sözlü emirde varlığını ispat yükü yatırım kuruluşundadır, alım satım yapılmadığını iddia eden müşteri ise emri verdiğini ispatla yükümlüdür. Elektronik ortamda sunulan hizmetlerde birbirinden bağımsız en az iki bileşenli kimlik doğrulama esastır. Hesap ekstresi aylık olarak, ilgili dönemi izleyen beş iş günü içinde gönderilir ve tüm belgeler kural olarak on yıl saklanır.

6362 sayılı Kanun yatırım kuruluşlarının uyacağı ilke ve esasları belirleme yetkisini Kurula vermiştir ve Kurul bu yetkiye dayanarak, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetlere ilişkin düzenlenecek belgeleri ve bunların kaydı ile saklanması III-45.1 sayılı Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ ile düzenlemiştir. Tebliğ 1 Ağustos 2015 tarihli ve 29432 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır ve önemli bir sınırı vardır: gerçekleştirilen işlemlerin muhasebeleştirilmesine ilişkin hükümler içermez, yalnızca hangi belgelerin düzenleneceğini ve nasıl kayıt altına alınıp saklanacağını belirler. Yatırım kuruluşları, muhasebe kayıt ve işlemlerine dayanak teşkil etmek üzere bu belgeleri eksiksiz düzenlemek ve merkezi takas kuruluşunda takası yapılan işlemlerin muhasebe kayıtlarını takas süresini takip eden ilk iş günü içinde, diğer işlemlerinkini ise işlemin gerçekleştiği günü takip eden ilk iş günü içinde yasal defterlerine işlemek zorundadır.

Her şey çerçeve sözleşme ile başlar. Yatırım kuruluşu müşteriyle işlem yapmaya başlamadan önce, sunulacak faaliyete ilişkin bir sözleşme yapmak ve müşteriye tanıma kuralının gereklerini yerine getirmek zorundadır; çerçeve sözleşme imzalanan her müşteriye ayrı bir müşteri numarası tahsis edilir ve bu numaraya bağlı olarak müşterinin onayıyla birden fazla hesap açılabilir. Numara, takas ve saklama kuruluşu ile Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki saklama hesabı ve sicil numarasıyla ilişkilendirilir. Bir müşteriye verilen müşteri ve hesap numarası, çerçeve sözleşmenin sona erme tarihinden itibaren on yıl geçmedikçe başka bir müşteriye verilemez. Elektronik ortamda kurulan çerçeve sözleşmeler için uzaktan kimlik tespiti tebliğinin ilgili hükümleri uygulanır ve bu sözleşmelerde kaşe ile imza taşıyan bir suretin müşteriye verilmesine gerek yoktur.

Elektronik ortamda sunulan yatırım hizmet ve faaliyetlerinde güvenliğin çekirdeği iki bileşenli kimlik doğrulamadır. Aracı kurumun müşterilerine, birbirinden bağımsız en az iki bileşenden oluşan bir kimlik doğrulama mekanizması uygulaması esastır; bu iki bileşen müşterinin bildiği, sahip olduğu veya biyometrik bir karakteristiği olan unsur sınıflarından farklı ikisine ait olmalı ve bir bileşenin ele geçirilmesi diğerinin güvenliğini tehlikeye atmamalıdır. Kimlik doğrulama için müşteriye atanmış bir gizli anahtarla imzalanan tek kullanımlık bir doğrulama kodu üretilir; bunun mümkün olmadığı hallerde SMS yoluyla doğrulama kodu iletilebilir. Mekanizmanın; başarısız denemeler belirli bir sayıyı aşınca erişimi engellemesi, hatalı girişte kullanıcı adının olup olmadığı bilgisini sızdırmaması, hareketsiz oturumları belirli süre sonunda sonlandırması ve aynı müşteri için eşzamanlı çoklu oturuma kural olarak izin vermemesi gibi işlevleri yerine getirmesi gerekir.

Tebliğ, düzenlenecek belgeleri de sayar; gerçekleştirilen faaliyetin türü gözetilerek nakit alındı ve nakit ödendi belgesi, müşteri emir formu, türev piyasalar emir takip formu, seans takip formu, işlem sonuç formu ile türev araç ve kaldıraçlı alım satım işlem sonuç formları, işlem talimat formu, türev piyasalar teminat durum raporu, pozisyon limit aşımı raporu ve aylık bildirim niteliğindeki hesap ekstresi düzenlenir. Tezgahüstü işlemlerde müşteri emir formu yerine işlem talimat formu ile aylık hesap ekstresi düzenlenir. Müşterilerden nakit tahsil edildiğinde nakit alındı belgesi, ödeme yapıldığında nakit ödendi belgesi düzenlenir; bu belgeler müteselsil sıra numaralı olur, müşteriye imzalatılır ve imzalı bir örneği müşteriye verilir.

Emirler yazılı ya da sözlü olarak kabul edilebilir. Telefon, faks, ATM veya elektronik ortam yoluyla imza alınmaksızın alınan emirler genel hükümler açısından sözlü emir niteliğindedir; telefon emirlerine ilişkin ses kayıtları, faks emirlerine ilişkin talimatlar ve elektronik ortamda alınan emirlere ilişkin IP ve log kayıtları emri veren kaynağı gösterecek şekilde tutulur. Sözlü emre dayanılarak yapılan işlemlerde emrin varlığını ispat yükü yatırım kuruluşuna aittir; alım veya satım emri verdiği halde işlem yapılmadığını iddia eden müşteri, emri verdiğini ispatla yükümlüdür. İspat yükünün bu şekilde dağıtılması, belge ve kayıt düzeninin en pratik sonucudur. Emir formunda müşteri ve hesap numarası, işleme konu araç, emir tipi, emrin iletilme şekli, fiyat ve miktar bilgisi ile emrin alındığı ve iletilindiği tarih ve zaman gibi asgari unsurlar yer alır ve emrin alındığı an saniye bazında zaman bilgisiyle kaydedilir.

Müşteriye bildirim tarafında hesap ekstresi merkezi rol oynar. Müşteri hesabı bulunan yatırım kuruluşları, hesap ekstresini aylık dönemler itibarıyla ilgili dönemi izleyen beş iş günü içinde müşteriye gönderir; ekstrede dönem içinde alınan veya satılan tüm araçlar, nakit ve menkul kıymet hareketleri ile tahakkuk eden komisyon, ücret ve vergiler açıkça yer alır. İlgili dönemde hiç işlem yapmayan müşterilere ekstre gönderilmeyebilir ve ekstre gönderilmemesi hususunda münhasıran sözleşme imzalanan profesyonel müşterilere de rapor gönderilmeyebilir. Kaldıraçlı alım satım ile türev araç işlemlerinde bildirim daha siktir; yetkili yatırım kuruluşları bu işlemlere ilişkin müşterilerine günlük olarak işlem sonuç formu ve aylık olarak hesap ekstresi göndermek zorundadır; aylık ekstrede alınan pozisyonlar, kapatılan pozisyonların kesin kâr zararı, açık pozisyonların mevcut kâr zararı, nakit hareketleri, komisyonlar ve teminat durumları gösterilir. Hesap ekstresinde yer alan bilgilerin belirli süre sonunda müşteri tarafından kabul edilmiş sayılacağına ilişkin sorumsuzluk kayıtları hükümsüzdür.

Belgelerin saklanması Tebliğ'in son halkasıdır. Yatırım kuruluşları, yatırım hizmet ve faaliyetleri ile yan hizmetler dolayısıyla aldıkları ve ürettikleri elektronik olanlar dahil her türlü belgeyi, gerçekleşsin gerçekleşmesin tüm emir formlarını, faks ve ses kayıtlarını ve uzaktan kimlik tespiti süresince alınan belge ile video görüntülerini, Türk Ticaret Kanunu uyarınca on yıl süreyle düzenli ve tasnifli biçimde saklamak zorundadır; ihtilaflı belgeler ise bu süreyle sınırlı olmaksızın ihtilaf sonuçlanıncaya kadar muhafaza edilir. Bu belge ve kayıtlarda silinemez, değiştirilemez ve tahrif edilemez bir yapı kurulması, elektronik ortamda tutulan verilere saklama süresince erişilebilmesi ve gerektiğinde bunların yazılı hale getirilebilmesi zorunludur. Müşteri şikâyetlerine, saklama hizmetine, takas kurumuyla mutabakata ve veri depolama kuruluşuna bildirimine ilişkin özel kayıt yükümlülükleri de aynı disiplinin parçasıdır.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.4 · Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alımı, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ Seri: V, No: 65**Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç İşlemleri (Seri: V, No: 65): Özkaynak ve Limitlerin Mantığı****KISACA**

Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı, açığa satışı ve ödünç alınıp verilmesi, alım satıma aracılığın devamı sayılan ve piyasanın fiyat oluşumu ile riskini yakından etkileyen işlemlerdir; Seri: V, No: 65 sayılı Tebliğ bunları düzenler. Aracı kurumlar bu işlemleri, alım satıma aracılık yetkisine sahip olmaları kaydıyla ayrı bir izne değil bildirim tabi olarak yapabilir; ödünç işlemleri ise aracı kurumlar ve bankalara ilaveten Takasbank tarafından da gerçekleştirilebilir.

Tebliğ iki tür limit kurar: aracı kurumun toplam kredili ve açığa satış tutarına sınır getiren genel işlem sınırı ile müşteri ya da hisse bazında sınır getiren özel işlem sınırı. Hem kredili alımda hem açığa satışta başlangıçta asgari yüzde elli özkaynak yatırılması, işlem süresince özkaynak oranının asgari yüzde otuz beş olması ve bu oranın altına düşülünce yüzde elliye tamamlanmak üzere özkaynak tamamlama bildirim yapılması esastır. Açığa satış sahip olunmayan aracın satılmasıdır ve borsa yukarı adım kuralı ile fiyat sınırı getirebilir; ihraççının yöneticileri ve büyük ortakları kendi araçlarında açığa satış yapamaz. Ödünçte ise ödünç alan, aracın cari değerinin en az yüzde yüzü kadar özkaynak verir.

Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı, açığa satışı ile ödünç alma ve verme işlemleri, teknik gibi görünseler de alım satıma aracılık faaliyetinin doğal devamıdır ve piyasadaki fiyat oluşumunu, likiditeyi ve riski doğrudan etkiledikleri için Kurul denetimine tabi tutulmuştur. Bu işlemler Seri: V, No: 65 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ ile düzenlenir. Yetki bakımından temel kural şudur: aracı kurumların bu faaliyeti yerine getirebilmesi için sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesine sahip olması yeterlidir, ayrıca bir izne gerek yoktur; kurum, Tebliğ'de aranan mekân, teknik donanım, personel ve muhasebe sistemi gibi şartları Kurula tevsik ettiğinde ve otuz iş günü içinde aksi bildirilmediğinde bu işlemleri yapabilir. Dolayısıyla bu işlemler izne değil bildirim tabidir. Ödünç alma ve verme işlemleri ise aracı kurumlar ve bankalara ilaveten Takasbank tarafından da ayrıca izin alınmaksızın gerçekleştirilebilir ve bu işlemler için Takasbank bünyesinde merkezi karşı taraf uygulaması ile bir Ödünç Pay Piyasası oluşturulmuştur.

Tebliğ risk yönetimini iki kademeli bir limit sistemine dayandırır. Genel işlem sınırı, aracı kurumun bir bütün olarak kullandığı kredilerin ve açığa sattığı payların toplamına getirilen sınırdır; aracı kurumların belirli bir anda kullandıkları kredilerin toplamı ile açığa sattıkları payların değeri, her faaliyet için ayrı hesaplanmak üzere, içinde bulunulan aydan önceki üç ay için hesaplanan özsermaye ortalamasının iki katını geçemez. Özel işlem sınırı ise toplama değil, tek tek müşteriye ya da hisseye bakar: bir aracı kurumun bir müşteriye açacağı kredi tutarı, aynı ortalama özsermayenin yüzde onunu aşamaz. Ayrıca aracı kurumun tüm müşteri hesaplarındaki kredili işleme konu hisse senetlerinin bir şirket tarafından ihraç edilen kısmı, ortalama özsermayenin yüzde ellisini aşamaz. Bu iki sınır birlikte,

hem kurumun mali yapısının bir müşteri veya tek bir hisse üzerinden aşırı riske maruz kalmasını hem de piyasanın topluca aşırı kaldıraçlanmasını engellemeyi amaçlar.

Kredili alım ve açığa satışta özkaynak, işlem yapan yatırımcının en az zararlı pozisyon kapatabilmesi ve aracı kurumun kredisini tahsil edebilmesi için hayati önemdedir; bu nedenle özkaynak oranları Tebliğ'in kalbindedir. Müşteri kredili alım işleminde başlangıçta asgari yüzde elli oranında özkaynak yatırmak zorundadır; başlangıç özkaynağı, kredi ile satın alınan araçların cari piyasa değeri kadar nakit veya menkul kıymetin peşin yatırılmasını ifade eder. İşlemin devamı süresince özkaynak oranının asgari yüzde otuz beş olması zorunludur ve bu oran, işleme konu kıymetlerin cari piyasa değerinden kredi tutarı çıkarılıp yine cari piyasa değerine bölünmesiyle hesaplanır. Örneğin bin adet payın değeri düştükçe özkaynak oranı da düşer; oran yüzde otuz beşin altına indiğinde aracı kurum, oranı başlangıç oranı olan yüzde elliye tamamlaması için müşteriye en seri iletişim aracıyla özkaynak tamamlama bildiriminde bulunur ve teyit alır. Özkaynak, bildirimin yapıldığı tarihten itibaren iki iş gününü geçmeyecek şekilde çerçeve sözleşmede belirlenen sürede tamamlanmazsa, aracı kurum ayrıca ihbara gerek kalmaksızın kredili alınan ve özkaynak olarak verilen araçları satarak krediyi kapatma yetkisine sahiptir; bildirim gönderilen müşterinin hiçbir alım emri, özkaynak tamamlanana kadar yerine getirilmez.

Açığa satış, Tebliğ'de sahip olunmayan araçların satılması, satışa ilişkin emir verilmesi veya takas yükümlülüğünün ödünç alınan araçlarla yerine getirilmesi olarak tanımlanır; ödünç alarak satmak örtülü açığa satış, sahip olmadan satış emri vermek ise çıplak açığa satıştır. Müşteri, verdiği satım emrinin açığa satış olduğunu emrin verilmesi sırasında aracı kuruma bildirmek zorundadır. Açığa satışta da özkaynak mantığı kredili alımdakiyle simetrik: başlangıçta asgari yüzde elli özkaynak yatırılır, işlem süresince oran asgari yüzde otuz beş olur ve altına düşünce yüzde elliye tamamlanmak üzere özkaynak tamamlama bildirimi yapılır. Aradaki fark yöndedir; kredili alımda araç değeri düştükçe, açığa satışta ise açığa satılan aracın fiyatı yükseldikçe özkaynak oranı erir. Açığa satışta piyasayı korumaya dönük iki ek kural vardır: ilgili borsa, aracın ancak son işlem fiyatından daha yüksek bir fiyattan satılmasını öngören yukarı adım kuralı gibi fiyat sınırları getirebilir; ayrıca ihraççı şirketin yönetim kurulu üyeleri, üst düzey personeli ve yüzde on veya daha fazla paya sahip ortakları ile bunların eş ve velayeti altındakiler, o ihraççının araçlarında açığa satış yapamaz.

Ödünç alma ve verme işlemi, ödünç verenin ödünç alana belirli bir dönem için sermaye piyasası aracı vermesi ve aynı cins aracın mislen geri alınmasıdır. Ödünç alan, ödünç aldığı araçların cari değerinin yüzde yüzünden az olmamak kaydıyla serbestçe belirlenen tutarda özkaynak verir; özkaynak tutarı ile ödünç verilen araçların cari değeri arasındaki fark günlük izlenir ve özkaynak cari değerinin yüzde yüzünün altına düştüğünde aynı gün özkaynak tamamlama bildirimi yapılır. Tebliğ ayrıca işleme konu araçlar ile özkaynakların korunmasını da güvence altına alır: bunlar rehnedilemez, kullanım amaçları dışında tasarruf edilemez ve üçüncü kişilere devredilemez; kredili olarak alınan veya özkaynak olarak yatırılan araçlar aracı kurum adına ve müşteriler itibarıyla ilgili takas ve saklama kuruluşunda saklanır. Aracılık yüklenimi yoluyla halka arza aracılık eden aracı kurumlar halka arz süresince o araçlarla kredili işlem yapamaz. Nihayet, üç ay içinde ikiden fazla takas veya özkaynak tamamlama yükümlülüğünü yerine getirmeyen müşteriler iki iş günü içinde Borsaya bildirilir ve kimlikleri ilan edilir; bu müşterilerin

emirleri, belirlenen küçük tutar istisnaları dışında, ilan tarihinden itibaren altı ay süreyle hiçbir aracı kurumca kabul edilmez.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.5 · Kitle Fonlaması Tebliği III-35/A.2

Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2): Platformlar, Kampanya Süreci ve Yatırımcı Sınırları

KISACA

Kitle fonlaması, bir projenin ya da girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonun, kitle fonlama platformları aracılığıyla ve yatırımcı tazminine tabi olmaksızın halktan toplanmasıdır; pay karşılığında toplanırsa paya dayalı, borçlanma aracı karşılığında toplanırsa borçlanmaya dayalı olur. III-35/A.2 sayılı Tebliğ her iki modeli birlikte düzenler. Platformların anonim ortaklık olması, sermayelerinin asgari 15.000.000 TL tutarında ve tamamen nakden ödenmiş olması, ticaret unvanında 'Kitle Fonlama Platformu' ibaresinin bulunması ve Kurulca listeye alınması zorunludur.

Her kampanyanın kalbinde, en az üç üyeden oluşan ve bir kampanyanın yayımlanmasını onaylayan yatırım komitesi ile bu komitenin onayladığı bilgi formu vardır. Toplanan fonlar, kampanya sonuçlanana kadar bir emanet yetkilisi nezdinde bloke edilir; hedeflenen tutara ulaşamazsa yatırımcılara iade edilir. Yatırımcı ödeme emrini verdikten sonra kırk sekiz saat içinde gerekçe göstermeksizin cayabilir ve kampanya süresi altmış günü geçemez. Nitelikli olmayan gerçek kişiler için yatırım tutarları takvim yılı ve proje bazında sınırlanmıştır. Platformların gayrimenkul projeleri gibi belirli alanlarda kampanya yürütmesi ve yatırım tavsiyesinde bulunması yasaktır.

Kitle fonlaması, Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 35/A maddesine dayanarak Kurulca düzenlenen ve bir projenin ya da girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla, Kanun'un yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasıdır. Pay karşılığında para toplanması paya dayalı, borçlanma aracı karşılığında para toplanması ise borçlanmaya dayalı kitle fonlamasını ifade eder. Önce yalnızca paya dayalı modeli düzenleyen tebliğ yürürlüğe girmiş, ardından her iki modeli birlikte düzenleyen III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği 27 Ekim 2021 tarih ve 31641 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak önceki tebliği yürürlükten kaldırmıştır. Kitle fonlamasının yatırımcı tazminine tabi olmaması, bu alanın klasik yatırım hizmetlerinden ayrıştığı en önemli noktalardan biridir ve yatırımcının üstlendiği riski büyütür.

İşin merkezinde platformlar durur. Kitle fonlamasına aracılık eden platformların kuruluşuna izin verilebilmesi için anonim ortaklık olması, sermayesinin asgari 15.000.000 TL tutarında ve tamamının nakden ödenmiş olması, paylarının tamamının nama yazılı olması, ticaret unvanında 'Kitle Fonlama Platformu' ibaresinin bulunması, esas sözleşmesinde işletme konusunun münhasıran kitle fonlamasına aracılık olarak belirtilmesi ve yönetim kurulunun asgari üç kişiden oluşması gerekir. Kuruluş şartlarını sağlamak tek başına yeterli değildir; platformun ayrıca faaliyet gösterebilmek için Kurul tarafından listeye alınması zorunludur ve listeye alınabilmek için en az bir yatırım komitesi oluşturması, iç kontrol, risk yönetimi ile muhasebe ve operasyon birimlerini kurması, Merkezi Kayıt Kuruluşu ve emanet yetkilisiyle sözleşme imzalaması gibi şartları yerine getirmesi gerekir. Emanet yetkilisi, platformlar aracılığıyla toplanan fonu, fonlanan şirkete aktarılan veya yatırımcılara iade edilene kadar emanetçi sıfatıyla bloke eden Takasbank ya da diğer portföy saklayıcılarıdır.

Her kampanyanın kaderini belirleyen iki unsur yatırım komitesi ve bilgi formudur. Platform yönetim kurulunca oluşturulan yatırım komitesinin en az üç üyeden oluşması, üye çoğunluğunun finans, girişimcilik, işletmecilik, hukuk, teknoloji, sanayi veya ticaret gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması, bir üyesinin platformun yönetim kurulu üyesi olması ve en az bir üyesinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olması gerekir; borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında ayrıca en az bir üyenin kredi derecelendirme lisansına sahip olması aranır. Bir kampanyanın platformda yayımlanabilmesi, yatırım komitesinin bilgi formunu onaylamasına bağlıdır. Bilgi formu, girişimci veya girişim şirketi tarafından hazırlanan, projenin ihtiyaç duyduğu fonu toplayabilmek için kampanya sayfasında ilan edilen ve standartları Kurulca belirlenen formdur; somut ve rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek tüm önemli bilgileri içerir ve kampanya boyunca yatırımcıların incelemesine açık tutulur.

Kampanya süreci ve paranın akışı özenle kurgulanmıştır. Kampanya süresi, onaylı bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlandığı tarihte başlar ve altmış günü geçemez. Yatırımcılar fon sağlama talepleriyle eş zamanlı olarak ödeme emirlerini verir; toplanan fonlar emanet yetkilisi nezdinde önce platform adına, hedeflenen tutara ulaşıncaya fonlanan şirket adına açılan hesaplarda bloke edilir. Yatırımcının önemli bir hakkı vardır: ödeme emrini verdiği andan itibaren kırk sekiz saat içinde, hiçbir gerekçe göstermeksizin cayma hakkını kullanabilir ve fonu iade alır. Hedeflenen fon tutarı kampanya süresi içinde toplanamazsa, bloke edilen tutarlar varsa nemasıyla birlikte yatırımcılara iade edilir ve kampanya sona erer. Girişimci tarafından yürütülen kampanyalarda, fon toplandıktan sonra kampanya süresinin sona ermesini takip eden doksan gün içinde bir anonim şirket kurulması ve toplanan fon kadar sermaye artırımları yapılması gerekir; limited şirket olan girişim şirketleri de aynı sürede anonim şirkete dönüşmek zorundadır.

Yatırımcıyı korumak için yatırım sınırları getirilmiştir. Paya dayalı kitle fonlamasında nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler bir takvim yılı içinde azami 400.000 TL yatırım yapabilir; ancak bu sınır, 1.500.000 TL'yi aşmamak kaydıyla yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin yüzde onu olarak da uygulanabilir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler bir takvim yılında azami 500.000 TL, bu tutar 2.000.000 TL'yi aşmamak üzere net gelirinin yüzde onu olarak uygulanabilir ve bir projeye azami 200.000 TL yatırabilir. Ayrıca paya dayalı fonlamada 9.000.000 TL'yi aşan taleplerde hedeflenen fonun toplanmış sayılması için hedefin en az yüzde beşinin nitelikli yatırımcılarca karşılanması gerekir. Borçlanmaya dayalı fonlamada borçlanma aracının vadesi beş yıldan fazla olamaz ve faiz ile benzeri getiri oranı, vadesine yakın iki Devlet İç Borçlanma Senedi faizinin ağırlıklı ortalamasının yüzde elli fazlasını aşamaz. Platformun kendisi de her bir kampanyaya hedeflenen fonun azami yüzde yirmisine, toplamda ise özkaynaklarının azami yüzde ellisine kadar fon sağlayabilir.

Tebliğ, platformlara belirli faaliyetleri de yasaklar. Yalnızca paya dayalı faaliyet yürüten platformlar faiz veya ivaz karşılığı kredi ya da ödünç para verme işlerine aracılık edemez; platformlar gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı hakların alım satımı, gayrimenkul projelerinin geliştirilmesi ile başka şirketlere yatırım amaçlı projelere ilişkin kitle fonlaması yürütemez; yurt dışında yerleşiklere yönelik Türkiye'de yerleşiklerden fon toplayamaz ve yatırımcılara yönelik yatırım tavsiyesi niteliğinde değerlendirme,

analiz ve yorumda bulunamaz. Yatırımcılar kitle fonlamasında bulunabilmek için platforma elektronik ortamda üye olur ve üyelik sırasında E-Devlet üzerinden kimlik doğrulaması yapılır, kitle fonlaması genel risk bildirim formunun okunduğuna dair beyan alınır ve yatırımların tümünü kaybedebileceklerini ile payların devir imkânının kısıtlı olabileceğini anladıkları tespit edilir. Fon toplayacak girişim şirketlerinin ise teknoloji ve/veya üretim faaliyetinde bulunması, belirli finansal eşikleri aşmaması ve tescilli bir internet sitesine sahip olması gerekir; halka açık ortaklıklar bu yolla fon toplayamaz.

4. YATIRIM KURULUŞLARI

İçindekiler

4.6 · Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ III-42.1**Uzaktan Kimlik Tespiti Tebliği (III-42.1): Görüntülü Müşteri Edinimi ve Mesafeli Sözleşme****KISACA**

6362 sayılı Kanun'un 42'nci maddesinde yapılan değişiklikle, yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasındaki ilişkilerin, müşteri kimliğinin doğrulanmasına imkân veren yöntemlerle elektronik ortamda kurulabilmesinin önü açılmış; buna ilişkin usul ve esaslar III-42.1 sayılı Uzaktan Kimlik Tespiti Tebliği ile belirlenmiştir. Böylece aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri müşteriyi uzaktan edinebilir ve yazılı şeklin yerine geçen ya da mesafeli sözleşme ilişkileri kurabilir. Uzaktan kimlik tespiti, personel ile kişinin fiziksel olarak aynı ortamda bulunmasına gerek olmadan, çevrim içi ve görüntülü görüşmeyle yapılır; yöntemin yüz yüze tespite benzer ve asgari risk taşıyacak biçimde tasarlanması esastır. Süreç kişi tarafından başlatılır, bilgi teknolojileri kontrolleriyle sürdürülür ve eğitilmiş personelin onayı ile tamamlanır; kimlik belgesindeki güvenlik öğeleri doğrulanır, canlılık tespiti yapılır ve merkezi üretilen tek kullanımlık SMS kodu ile telefon numarası doğrulanır. Kimlik tespiti tamamlandıktan sonra, müşterinin sözleşmeyi kuran irade beyanı belge ve kayıt düzenine uygun kimlik doğrulama sonrası alınırsa, sözleşme yazılı şekilde kurulmuş sayılır.

Yatırım hizmetlerinin dijitalleşmesinin en somut adımlarından biri, müşteriyi hiç şubeye gelmeden, uzaktan edinebilme imkânıdır. Bunun hukuki temeli, 7247 sayılı Kanun ile 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 42'nci maddesinde yapılan değişikliktir; bu değişiklikle yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasındaki ilişkilerin, yazılı şekilde veya uzaktan iletişim araçlarıyla mesafeli olarak ya da mesafeli olsun olmasın, müşteri kimliğinin doğrulanmasına imkân veren ve bir bilişim veya elektronik haberleşme cihazı üzerinden gerçekleştirilen yöntemlerle kurulabileceği hükme bağlanmıştır. Bu yetkiye dayanılarak hazırlanan III-42.1 sayılı Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ, hem uzaktan müşteri edinimini hem de kimlik tespitini takiben sözleşme ilişkisinin mesafeli kurulmasını düzenler. Tebliğ iki ayrı ama bağlantılı süreci kapsar: önce kişinin kim olduğunun uzaktan doğrulanması, sonra bu kişiyle sözleşme ilişkisinin elektronik ortamda kurulması.

Uzaktan kimlik tespitinde taraflar aynı fiziksel mekânda bulunmaz; kurumun personeli ile kişi çevrim içi bir görüntülü görüşme üzerinden karşılıklı iletişim kurarak kimliği doğrular. Buradaki temel ilke, uygulanacak yöntemin yüz yüze yapılan kimlik tespitine benzer ve asgari seviyede risk taşıyacak şekilde tasarlanmasıdır; görüntülü görüşmedeki teknolojik ve operasyonel riskler dikkate alınarak yeterli güvenlik önlemleri alınmalıdır. Süreç kritik bir işlem olarak değerlendirilir ve bilgi teknolojileri ya da personel tarafından tek başına başlatılıp onaylanıp tamamlanamayacak biçimde tasarlanır; kişi tarafından başlatılır, bilgi teknolojilerinin uyguladığı kontrollerle sürdürülür ve personelin onayı ile ek kontroller sonucunda tamamlanır. Personel işlemi riskli bulursa, işlem ikinci bir personele onaya

gönderilir veya sonlandırılır. Kurum, uygulamaya geçmeden önce iş akış prosedürü oluşturup sürecin etkinliğini test etmek zorundadır ve prosedür yılda en az iki defa gözden geçirilir.

Görüntülü görüşmeyi bu konuda eğitim almış personel gerçekleştirir; personelin kimlik belgelerinin özelliklerini ve doğrulama yöntemlerini öğrenmesi, dolandırıcılık ile sahtecilik teşkil edebilecek eylemlere karşı bilgilenmesi ve kişisel verilerin korunması mevzuatı dahil olmak üzere yılda en az bir kez ve her güncellemede eğitim alması sağlanır. Süreç, görüntülü görüşme başlamadan önce elektronik ortamda doldurulan bir başvuru formuyla açılır; bu formda alınan verilerle kişi hakkında risk değerlendirmesi yapılır ve gerekirse görüşme hiç başlatılmadan süreç sonlandırılır. Kişinin uzaktan kimlik tespiti amacıyla özel nitelikli kişisel verilerinden yalnızca biyometrik verisi kullanılabilir ve buna dair açık rızası elektronik ortamda kayıt altına alınır. Görüntülü görüşme gerçek zamanlı ve kesintisiz yapılır, uçtan uca güvenli iletişimle gerçekleştirilir ve görüntü ile ses kalitesinin, sunulan belgeyi beyaz ışık altında doğrulamaya ve tahrifat olup olmadığını kontrol etmeye imkân verecek düzeyde olması gerekir.

Kimlik doğrulamada iki temel yöntem vardır. Birincisinde, kimlik belgesinin temassız yongası üzerindeki bilgiler yakın alan iletişimi kullanılarak doğrulanır; bu, belgenin yetkili makamca verildiğinin ve yongadaki bilgilerin değiştirilmediğinin kontrol edilmesini sağlar. Bu doğrulamanın herhangi bir nedenle yapılamaması halinde ise ikinci yöntemle başvurulur: beyaz ışık altında görsel olarak ayırt edilebilen, fotoğraf ve imzaya sahip kimlik belgesinin görsel güvenlik unsurlarından seçilen en az dört adedinin şekil ve içerik bakımından doğrulanması sağlanır. Sadece görsel güvenlik unsurlarının doğrulanmasıyla yapılan kimlik tespitinde ilave olarak, kişiyle sürekli iş ilişkisi kurulmadan önce ilk finansal hareketin, müşteri tanıma esaslarının uygulandığı başka bir finansal kuruluş üzerinden yapılması zorunludur. Bu aşamada kişiden kimlik belgesini kamera önünde eğmesi ve sistemin rastgele belirlediği güvenlik kısımlarına parmağını koyması istenir; ayrıca kişiye yalnızca o işlem için geçerli, merkezi olarak üretilen tek kullanımlık bir SMS kodu iletilir ve kişinin bunu uygulama arayüzü üzerinden geri göndermesiyle cep telefonu numarası doğrulanmış olur.

Sürecin son adımlarında kişinin gerçekten o kişi olduğu doğrulanır ve dolandırıcılık riskleri elenir. Görüntülü görüşmede kişinin canlılığını tespit edici yöntemler kullanılır ve sahte yüz teknolojisine karşı ilave tedbirler alınır; kişinin yüzü ile kimlik belgesindeki fotoğrafın biyometrik karşılaştırması yapılır. Personel, kimlik avı, sosyal mühendislik veya baskı altında hareket gibi yöntemleri göz önünde bulundurarak kimlik belgesindeki fotoğraf ve bilgilerin kişiyle uyduğundan ve kişinin belirttiği niyetin inandırıcı olduğundan emin olur; görüşmenin sonunda kişiden aracı kurum ya da portföy yönetim şirketi müşterisi olacağına ilişkin sözlü onay alınmasıyla süreç tamamlanır. Zayıf ışık, düşük görüntü kalitesi, sözlü iletişim kurulamaması ya da herhangi bir tutarsızlık veya sahtecilik şüphesi halinde süreç sonlandırılır. Sürecin tamamı, tüm adımları içerecek ve denetlenebilir olacak biçimde kayıt altına alınır ve belge ile kayıt saklama gereklilikleri uygulanır; uzaktan kimlik tespiti ile edinilen kişiler farklı bir risk profilinde izlenir ve yükümlülük doğuran işlemlerde itiraz halinde ispat yükü aracı kurum veya portföy yönetim şirketine aittir.

Kimlik tespiti tamamlanması sözleşme kurmak için tek başına yeterli değildir; ikinci halka mesafeli sözleşme ilişkisinin kurulmasıdır. Uzaktan veya yüz yüze kimlik tespiti müteakip, müşterinin sözleşmeyi kuran irade beyanının, belge ve kayıt düzenine ilişkin kimlik doğrulama gereklerine uygun bir doğrulama sonrasında alınması şarttır. Sözleşmenin bütün şartlarının müşterinin okuyabileceği şekilde elektronik ortamda iletilmesi, sözleşme ile birlikte müşterinin irade beyanının müşteriye özgü bir şifreleme gizli anahtarıyla imzalanarak kuruma iletilmesi ve müşteriye içerik olarak hangi bilgiler gösterilmişse yalnızca o bilgilerin imzalanmasının sağlanması gerekir. Bu şartlar sağlandığında, teminat, kefalet ve temlik gibi sözleşmeler de dahil olmak üzere yatırım hizmet ve faaliyetlerine yönelik her türlü sözleşme yazılı şekilde kurulmuş sayılır; aynı kural portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasındaki sözleşmeler için de geçerlidir. Böylece imzalı kâğıt olmadan, yalnızca doğrulanmış elektronik irade beyanı ile hukuken geçerli bir sözleşme ilişkisi kurulabilir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.1.1 · Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği ve İlgili Diğer Düzenlemeler

Borsa İstanbul'un Hukuki Yapısı ve Borsacılık Esasları: Kurulustan Emir Eşleştirmeye

KISACA

Borsa İstanbul, sermaye piyasası araçlarının, kambiyonun ve kıymetli madenlerle taşların serbest rekabet ortamında kolay ve güvenli biçimde alınıp satıldığı, oluşan fiyatların tespit edilip ilan edildiği örgütlü pazar yeridir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre borsalar anonim şirket olarak kurulur; kuruluşlarına Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygun görüşü üzerine Cumhurbaşkanı izin verir, faaliyete geçmeleri ise Kurul iznine bağlıdır. Borsa İstanbul, Kanun'un 138'inci maddesiyle kurulmuş ve 2013'te esas sözleşmesinin tescili ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile İstanbul Altın Borsası'nın yerini almıştır.

Borsanın nasıl çalışacağını asıl belirleyen metinler, tüm borsalar için geçerli olan Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik ile özel olarak Borsa İstanbul'a ilişkin Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği'dir. Bu düzenlemeler; işlem yapma yetkisi verilmesini, kotasyonu, işlem görmeyi ve durdurulmasını, emirlerin iletilip eşleştirilmesini, denetim, gözetim ve disiplini bir arada düzenler. Borsanın organları genel kurul ile yönetim kuruludur; yönetim kuruluna yardımcı olmak üzere denetim, kurumsal yönetim, uyuşmazlık ve disiplin gibi komiteler kurulur. Bütün bu yapının üzerinde Sermaye Piyasası Kurulu, borsacılık faaliyetlerinin düzenleme, gözetim ve denetim mercii olarak durur.

Bir finansal sistemde tasarruf sahiplerinin birikimleri ile bu birikimlere ihtiyaç duyan şirketleri bir araya getiren pek çok mekân vardır; bunların en düzenli ve en güvenilir olanı borsadır. Sermaye Piyasası Kanunu borsayı, anonim şirket biçiminde kurulan, sermaye piyasası araçlarının, kambiyonun, kıymetli madenlerle taşların ve Kurulca uygun görülen diğer sözleşme ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli biçimde alınıp satılmasını sağlayan, oluşan fiyatları tespit ve ilan eden örgütlü sistem ve pazar yerleri olarak tanımlar. Bir borsanın kurulabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'nun uygun görüşü aranır ve izni Cumhurbaşkanı verir; şirketin fiilen faaliyete geçebilmesi ise ayrıca Kurul iznine bağlıdır. Kuruluş izni için borsanın anonim şirket olması, paylarının tamamının nama yazılı ve nakit karşılığı çıkarılması, sermayesinin Kurulca belirlenen tutardan az olmaması ve tümüyle ödenmiş olması, kurucularının kanunda aranan şartları taşıması ve ortaklık yapısının açık ve şeffaf olması gerekir.

Borsa İstanbul, bu çerçevede içinde Kanun'un 138'inci maddesiyle kurulmuştur. 2013 yılında esas sözleşmesinin ticaret siciline tescil edilmesiyle hem kuruluş hem faaliyet iznini almış sayılmış, aynı anda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişilikleri sona ererek bunların bütün varlık, hak ve yükümlülükleri kendiliğinden Borsa İstanbul'a geçmiştir; borsa daha sonra Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın paylarının tamamını da devralmıştır. Borsanın hukuki çerçevesini 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun yanında iki temel yönetmelik oluşturur. Bunlardan ilki tüm borsalar ve piyasa işleticileri için geçerli olan Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik'tir; ikincisi ise özel

olarak Borsa İstanbul'a ilişkin Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği'dir. Bu ikinci metin, işlem yapma yetkisinin verilmesini, kotasyonu, işlem görmeyi ve bunun durdurulmasını, emirlerin iletilip eşleştirilmesini, gerçekleşen işlemlerden doğan yükümlülükleri, piyasaların işletilmesini, denetim ve gözetimi, uyuşmazlık ve disiplini tek bir bütün hâlinde düzenler; kıymetli madenler ve taşlar için ise ayrı bir esaslar yönetmeliği bulunur.

Borsanın sermaye yapısına bakıldığında, kuruluş sermayesinin dört yüz yirmi üç milyon iki yüz otuz dört bin Türk Lirası olarak belirlendiği ve bunun her biri bir kuruş değerinde nama yazılı paylara bölündüğü görülür. Payların çok büyük bölümü, yaklaşık yüzde seksen bir oranında Türkiye Varlık Fonu'na aittir; bunu yüzde on ile QH Oil Investments ve daha küçük paylarla Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ile diğer aracı kuruluşlar izler. Borsanın organları Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde genel kurul ile yönetim kuruludur. Genel kurul pay sahiplerinden oluşur ve olağan toplantısını her faaliyet döneminin sonundan itibaren üç ay içinde yapar. Yönetim kurulu ise genel kurulca seçilen dokuz üyeden oluşur; bunların en az üçünün bağımsız üye olması, bağımsız üyelerden en az birinin de kadın olması zorunludur. Üyelerin en az üçte birinin on yıllık sermaye piyasaları deneyimine sahip olması aranır, görev süreleri üç yıldır ve yönetim kurulu kendi içinden bir başkan seçerek bir üyesini de genel müdür olarak atar.

Yönetim kuruluna yardımcı olmak üzere borsa bünyesinde çeşitli komiteler kurulur. Bunların başında, finansal tabloların ve iç denetimin gözetiminden sorumlu ve üyelerinin tamamı bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan denetim komitesi ile kurumsal yönetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi gelir. Bunlara ek olarak, borsada işlem yapanlar arasındaki ya da bunlarla müşterileri arasındaki anlaşmazlıkları inceleyen uyuşmazlık komiteleri ile kural ihlallerini soruşturan disiplin komiteleri bulunur; her ikisi de bir başkan ve iki üyeden oluşur. Uyuşmazlık başvurusunun, uyuşmazlığa konu ilk borsa işleminin gerçekleştiği tarihten itibaren iki yıl içinde yapılması gerekir; yönetim kurulunun kararına karşı, uyuşmazlık tutarı belirli bir eşiğin üzerindeyse taraflar borsa aracılığıyla Kurul'a itiraz edebilir ve Kurul'un kararı nihaidir. Disiplin yaptırımları hafiften ağıra doğru uyarı, kınama, para cezası ile işlem yapma yetkisinin geçici olarak kaldırılması veya büsbütün iptali biçiminde sıralanır; para cezası on bin Türk Lirası ile beş milyon Türk Lirası arasında belirlenir ve sosyal medya üzerinden yapılan yanıltıcı yönlendirme gibi ağır fiillerde elli bin Türk Lirasının altına inemez.

Borsada kimlerin işlem yapabileceği de bu düzenlemelerle belirlenir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Kurul'ca yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları borsaya üye olabilir; uygulamada aracı kurumlar, ticari bankalar, yatırım ve kalkınma bankaları ile katılım bankaları borsa piyasalarında işlem yapan başlıca kuruluşlardır. Merkez Bankası, üyeliğe kabul, teminat, denetim ve disipline ilişkin yükümlülüklerden ve borsa ücretlerinden muaf tutulmuştur. İşlem yapma yetkisi verilenlerden giriş aidatı, faaliyet ve yıllık aidat, teminat ve güvence bedeli alınır; mali durumu yükümlülüklerini karşılayamayacak ölçüde zayıflayan ya da denetime izin vermeyen bir kuruluşun yetkisi genel müdür tarafından beş işlem gününe kadar tedbiren kaldırılabilir, kalıcı iptal ise yönetim kurulu kararıyla olur. Borsanın kendi bünyesindeki kurum ve işlemleri düzenli izleyip denetleme yetkisi vardır; ancak borsanın bizzat kendisinin düzenleme, gözetim ve denetim mercii Sermaye Piyasası Kurulu'dur ve borsanın mali denetimini de Kurulca ilan edilen listede yer alan bağımsız denetim kuruluşları yapar.

Bir sermaye piyasası aracının borsada işlem görebilmesi kotasyon süreciyle başlar. Kota alma konusunda yetkili merci yönetim kuruludur ve yönetim kurulu bu yetkisini sınırlarını açıkça çizmek şartıyla genel müdüre bırakabilir; başvuruındaki bilgi ve belgelerdeki eksiklik ya da yanlışlıklardan ihraççı, halka arz edenler, aracılık eden yatırım kuruluşu ve varsa garantör ile bağımsız denetçi kusurları oranında sorumlu olur. Kotasyon ücretleri başvuru, kota alma, kotta kalma ve yeniden kota alma gibi kalemlerden oluşur. Bir aracın işlemleri, yatırımcı kararlarını etkileyecek önemde bir açıklama beklenmesi ya da anormal piyasa hareketlerinin oluşması gibi durumlarda genel müdür tarafından en fazla bir ay için geçici olarak durdurulabilir; bir ayı aşan süreler yönetim kurulu kararını gerektirir ve durdurma, gerekçesiyle birlikte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda duyurulur. İşleme dönüşen emirlerde borsa temel olarak tek fiyat ve çok fiyat yöntemlerini kullanır; emirlerin eşleştirilmesinde önce fiyat önceliği, fiyatların eşit olduğu durumda ise zaman önceliği geçerlidir; yani daha yüksek fiyatlı alım ve daha düşük fiyatlı satım emirleri ile fiyat eşitliğinde sisteme önce girmiş emirler önce karşılanır. Son olarak borsa, endeks ve benzeri finansal göstergeleri hesaplayıp yayımlayan bir finansal ölçüt yöneticisi sıfatını da taşır; bu ölçütleri uluslararası IOSCO ilkelerine uyumlu biçimde oluşturur, çıkar çatışmalarını önleyecek bir kontrol ve gözetim düzeni kurar ve hesaplamalara ilişkin kayıtları en az beş yıl saklar.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.2 · Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

Pay Piyasası: Araçlar, Pazarlar, Seans ve İşlem Kuralları

KISACA

Pay Piyasası, anonim ortaklıkların paylarının ve pay benzeri sermaye piyasası araçlarının Borsa İstanbul bünyesinde alınıp satıldığı organize piyasadır. Payların yanında borsa yatırım fonu katılma belgeleri, varantlar, sertifikalar, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları, kira sertifikaları ve emtia sertifikaları da burada işlem görür. Piyasa birincil ve ikincil olmak üzere ikiye ayrılır; halka arz birincil piyasada, daha önce ihraç edilmiş payların el değiştirmesi ise ikincil piyasada gerçekleşir. İkincil piyasada paylar büyüklük, derinlik ve likiditelerine göre Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar başta olmak üzere farklı pazarlara ayrılır; her pazarda fiyat marjı, açığa satış ve brüt takas gibi işlem esasları farklılaşır. İşlemler açılış, sürekli işlem ve kapanış bölümlerinden oluşan bir seans içinde, çok fiyat sürekli müzayede veya tek fiyat yöntemiyle, önce fiyat sonra zaman önceliği kuralına göre eşleşir. Takas Takasbank çerçevesinde işlem gününü izleyen ikinci iş günü tamamlanır. Bu özet, piyasanın araçlarını, pazar yapısını ve temel işleyiş kurallarını bir arada verir.

Pay Piyasası'nı, ortaklık haklarını temsil eden sermaye piyasası araçlarının bulunduğu organize bir piyasa olarak düşünmek en doğrusudur. Burada işlem görecekt araçların hangi pazar ya da platformda yer alacağı, işlemler başlamadan önce Borsa tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilir. Piyasada işlem gören araçların başında paylar gelir; bir payı elinde tutmak, o anonim şirkete ortak olmak anlamına gelir. Payların yanında pek çok başka araç da bu piyasada işlem görür: bir endeksli performansını yansıtmayı amaçlayan borsa yatırım fonu katılma belgeleri, sahibine bir dayanak varlığı önceden belirlenmiş fiyattan alma ya da satma hakkı veren ve menkul kıymetleştirilmiş opsiyon niteliğindeki varantlar, belirli koşullar gerçekleştiğinde alacak hakkı doğuran yapılandırılmış ürünler olan sertifikalar, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları, sahipliğe dayalı kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları ve bir emtiayı temsil eden emtia sertifikaları. Ayrıca ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarına mevcut ortakların öncelikli katılma hakkını temsil eden yeni pay alma hakları da ayrı bir sırada alınıp satılabilir.

Piyasa birincil ve ikincil olmak üzere iki katmandan oluşur. Birincil piyasa, payların halka arz yoluyla ilk kez satıldığı yerdir. Borsada ilk kez halka arz edilen payların satışında üç yöntem kullanılabilir: sürekli işlem yönteminde satışın iki günde tamamlanması esastır ve ilk gün baz fiyat, izahnamedeki halka arz fiyatının en yakın fiyat adımıyla yuvarlanmasıyla bulunur. Sabit fiyat yönteminde ortaklığın belirlediği tek bir fiyattan emirler toplanır ve talep arzı aştığında dağıtım, zaman önceliğine göre her yatırımcıya sırayla birer lot verilerek yapılır. Değişken fiyat yönteminde ise emirler bir fiyat aralığında toplanır ve arzin tamamının karşılandığı fiyat, halka arz fiyatı olarak belirlenir. Halka arz süresince ikincil piyasa işlemleri başlatılamaz; halka arz tamamlandıktan sonra paylar Yönetim Kurulu kararıyla ilgili pazarda işlem görmeye başlar. Halka arz sonrasında, borsa fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğünde satışa aracılık eden üyenin belirli bir süre alım yaparak fiyatı desteklediği fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler de yapılabilir; bu işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde alım emri verilemez.

İkincil piyasada paylar rastgele değil, benzer büyüklük, derinlik ve likiditeye sahip olanlar bir arada işlem görecektir biçimde pazarlara ayrılır. Yeni pazar yapısında Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar ile birlikte Yakın İzleme Pazarı, Piyasa Öncesi İşlem Platformu, Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı, Girişim Sermayesi Pazarı ve Emtia Pazarı yer alır. Bir payın hangi pazarda yer alacağı; şirketin piyasa değeri, fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri, fiili dolaşım oranı ve likidite gibi ölçütlere göre belirlenir; likidite, bir milyon lira işlem hacminin fiyatta yarattığı ortalama değişimi ölçen bir yöntemle hesaplanır. Yıldız Pazar en yüksek eşiklere sahiptir; fiili dolaşım oranı yüzde beşin altında kalan şirketler ise Piyasa Öncesi İşlem Platformu'na alınabilir. Pazar ayrımı yalnızca bir sınıflandırma değildir; her pazarda işlem esasları farklılaşır. Örneğin fiyat marjı, yani bir payın gün içinde işlem görebileceği fiyat aralığı, Yıldız Pazar'da yüzde yirmi, Ana Pazar'da yüzde on beş, Alt Pazar ile diğer pazarlarda yüzde ondur; açığa satış ve kredili işlem yalnızca Yıldız ve Ana Pazar ile Girişim Sermayesi Pazarı paylarında mümkünken, Alt Pazar, Yakın İzleme ve Piyasa Öncesi İşlem Platformu paylarında brüt takas uygulanır.

İşlemler bir seans içinde gerçekleşir. Tam iş günlerinde seans 09:40 ile 18:10 arasında sürer ve birbirini izleyen bölümlerden oluşur. Açılış bölümünde 09:40 ile 09:55 arasında emirler toplanır ve açılış fiyatı belirlenir; ardından 10:00 ile 18:00 arasında sürekli işlem bölümü gelir. Günün sonunda 18:00 ile 18:07 arasında kapanış bölümünde emirler yeniden toplanarak kapanış fiyatı belirlenir ve son olarak 18:07 ile 18:10 arasında bu fiyattan işlemler yapılır. İşlem birimi lottur ve tüm pay işlemlerinde bir lira nominal değer bir adet paya, yani bir lota karşılık gelir. Eşleştirmede iki yöntem kullanılır: çok fiyat sürekli müzayede yönteminde emirler seans boyunca farklı fiyatlardan sürekli olarak eşleşir; tek fiyat yönteminde ise belirli bir süre toplanan emirler, en çok işlemi sağlayan tek bir fiyattan eşleştirilir. Emirlerin karşılanma sırasını belirleyen kural önce fiyat, sonra zaman önceliğidir: alımda daha yüksek, satımda daha düşük fiyatlı emir öne geçer; fiyatlar eşitse sisteme daha önce giren emir önceliklidir.

Her pay için bir baz fiyat vardır ve bu, kural olarak önceki işlem gününün kapanış fiyatıdır; baz fiyata pazarın fiyat marjı uygulanarak günün alt ve üst fiyat sınırları bulunur. Fiyatlar, fiyat seviyesine göre belirlenen fiyat adımlarına uygun olmak zorundadır. Yatırımcılar farklı emir tipleriyle işlem yapar: limit emir, fiyat ve miktar belirtilerek girilir ve karşılanmayan kısmı bekler; piyasa emri fiyat belirtilmeden girilir; piyasadan limite emir ile dengeleyici emir gibi özel tipler de kullanılabilir. Emirlerin geçerlilik süresi de farklılaşır; bir emir yalnızca girildiği gün geçerli olabileceği gibi, karşılanmayan kısmı anında iptal edilen kalanı iptal et biçiminde ya da belirli bir tarihe kadar geçerli kalacak biçimde de girilebilir. Piyasaya erişim, Borsanın BISTECH platformu üzerinde işlem terminalleri ile FixAPI, OUCH ve ITCH gibi protokoller aracılığıyla sağlanır; bunlardan bazıları özellikle yüksek frekanslı işlemler için düşük gecikmeli erişim sunar.

Açığa satış ve kredili işlem, piyasanın özel olarak düzenlenmiş alanlarıdır. Açığa satış yapabilmek için kurumların Kurul'dan faaliyet izni alıp Borsaya başvurması gerekir. Kural olarak açığa satış, aracın en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyattan yapılabilir; buna yukarı adım kuralı denir. Ancak Yıldız Pazar paylarında bu kural uygulanmaz ve fiyat sınırları içindeki her fiyattan açığa satış emri girilebilirken, Ana Pazar payları ile borsa yatırım fonu katılma belgelerinde yukarı adım kuralı geçerlidir. Piyasa genelinde sert bir düşüş yaşandığında, yani ölçüt endeks önceki kapanışa göre yüzde iki veya

daha fazla gerilediğinde, açığa satış yapılabilen sıralarda yukarı adım kuralı seans sonuna kadar otomatik olarak devreye girer.

Takas tarafında iki temel mekanizma öne çıkar. Olağan durumda Takasbank pay bazında ve toplam lira olarak netleştirme yapar; böylece gün içinde bir payda hem alıp hem satan bir yatırımcı yalnızca net fark kadar teslim yükümlülüğü taşır. Bazı paylarda ise netleştirme kaldırılarak brüt takas uygulanır; bu durumda alım yapan yatırımcının takas tarihinde hesabında yeterli nakit, satım yapanın ise yeterli pay bulundurması gerekir. Brüt takasın amacı, piyasada yanlış izlenim yaratabilecek ve gerçek katkı sağlamayan işlemleri sınırlamaktır. Son olarak, aşırı fiyat oynaklığına karşı yatırımcıyı korumak için Volatilite Bazlı Tedbir Sistemi işler. Gerekli koşullar oluştuğunda, her biri bir ay süren ve bir öncekinin üzerine eklenerek kademeli biçimde uygulanan tedbirler devreye girer: önce açığa satış ve kredili işlem yasağı, ardından brüt takas, sonra piyasa emri girişinin ve emir iptalinin kısıtlandığı emir paketi, ardından tek fiyat yöntemiyle işlem görme ve en son aşamada emir iletim kanallarının kısıtlanması. Bu tedbirler ve kapsadıkları paylar, piyasa kapandıktan sonra Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda duyurulur. Böylece Pay Piyasası; araç çeşitliliği, pazarlara göre farklılaşan işlem esasları, düzenli bir seans akışı ve oynaklığa karşı kademeli koruma mekanizmalarıyla bütünlüklü bir işleyişe kavuşur.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.3 · Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası: Pazarlar, Emir Yapısı ve Repo İşleyişi

KISACA

Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, sabit getirili menkul kıymetlerin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda alınıp satıldığı, bu araçların likiditesini artırmayı ve fiyat oluşumunu sağlıklı kılmayı amaçlayan örgütlü bir piyasadır. Piyasa 1991 yılında Kesin Alım Satım Pazarı'nın açılmasıyla faaliyete geçmiş, zaman içinde repo pazarları başta olmak üzere yeni pazarların eklenmesiyle genişlemiştir. Aslında tek bir piyasa değil, her biri farklı bir işleyişe sahip pazarların toplandığı bir çatıdır; kesin alım satım, çeşitli repo türleri, uluslararası tahvil, nitelikli yatırımcıya ihraç, gözaltı ve taahhütlü işlemler pazarları bunların başlıcalarıdır.

Piyasada, Borsa düzenlemeleri uyarınca yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası işlem yapabilir; bunun için taahhütname imzalamak, Takasbank'ta hesap açmak ve teminat yatırmak gerekir. Fiyatlar yüz birim nominal üzerinden verilir ve işlemiş faizi içerip içermemesine göre temiz ya da kirli fiyat olarak adlandırılır. Repo, bir menkul kıymetin geri alma taahhüdüyle satılması; ters repo ise geri satma taahhüdüyle alınmasıdır. Bu özet piyasanın çatısını verir; asıl ayrıntı, her pazarın kendine özgü emir, valör ve eşleşme kurallarında gizlidir.

Borçlanma Araçları Piyasası'nı anlamamanın en kolay yolu, onu tek bir piyasa gibi değil, ortak bir çatı altında toplanmış pazarlar ailesi gibi düşünmektir. Piyasanın kendisi, sabit getirili menkul kıymetlerin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmesini sağlayarak bu kıymetlerin likiditesini artırmak ve enformasyon akışını hızlandırmak amacıyla, 17 Haziran 1991'de Kesin Alım Satım Pazarı'nın açılmasıyla faaliyete geçmiştir. Sonraki yıllarda sırasıyla Repo Ters Repo Pazarı, Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı, Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı, Pay Senedi Repo Pazarı, Gözaltı Pazarı ve Taahhütlü İşlemler Pazarı devreye girmiştir; Hazine'nin dış borçlanma araçlarının işlem gördüğü Uluslararası Tahvil Pazarı ise ayrı kurulu daha sonra bu piyasanın bünyesine dâhil edilmiştir. Bir de piyasa bünyesinde işletilen para ve swap pazarları vardır ki bunlar ayrı bir başlığın konusudur.

İşleyişi kavramak için birkaç temel kavramı oturtmak gerekir. Bir menkul kıymette fiyat, yüz birim nominal üzerinden verilen değerdir. Fiyatın işlemiş faizi ya da birikmiş kirayı içermeyen hâline temiz fiyat, içeren hâline kirli fiyat denir; takas fiyatı ise takas tutarının hesabında kullanılan fiyattır. İşlemiş faiz, kupon faizinin son kupon ödemesinden valör tarihine kadar geçen güne düşen kısmıdır. Nominal değer vade sonunda ödenecek anaparadır, itfa ise bu anaparanın ve varsa son kuponun ihraççı tarafından geri ödenmesidir. Repo bir menkul kıymetin geri alma taahhüdüyle satımı, ters repo ise geri satma taahhüdüyle alımıdır; repo yapan taraf işlemin başında parayı alıp menkul kıymeti verir, ters repo yapan taraf ise parayı verip menkul kıymeti alır. Valör, işlemin takasının, yani menkul kıymet ile paranın el değiştireceği günü ifade eder; repo ve taahhütlü işlemlerde işlemin başlangıç valörü V1, bitiş valörü V2 olarak adlandırılır.

Piyasada kimler işlem yapabilir? Borsa Yönetmeliği ve ilgili düzenlemeler uyarınca yetki verilmiş yatırım kuruluşları ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Bunun ön koşulu taahhütname imzalamak, Takasbank'ta gerekli hesapları açmak ve belirlenen teminatları yatırmaktır. İşlemler hafta içi her gün saat dokuz buçuk ile beş buçuk arasında yapılır; Pay Senedi Repo Pazarı'nda ise işlemler onda başlar. Aynı gün valörlü işlemler için seans, kural olarak öğleden sonra saat ikide biter, oysa ileri valörlü emirler beş buçuğa kadar geçerli kalır. Bunun önemli bir istisnası yatırım fonu işlemleridir; fonlara ait aynı gün valörlü işlemler beş buçuğa kadar sürebilir. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde Merkez Bankası, seans açılışından yarım saat önce, yalnızca kendisinin emir iletebildiği bir pencerede repo ve taahhütlü işlem emri girebilir.

Emirlerin eşleşmesinde iki temel ilke geçerlidir: fiyat ya da oran önceliği ve zaman önceliği. Aynı fiyat veya orandaki emirler arasında sisteme önce girilen öndedir. Pazarlarda kural olarak çok fiyat yöntemi, yani sürekli müzayede uygulanır; bu yöntemde seans boyunca farklı fiyatlardan işlem gerçekleşebilir. Belirli kıymetlerde ise tek fiyat yöntemi devreye girer; burada emirler bir süre toplanır, sonra en çok işlemin gerçekleşmesini sağlayan denge fiyatı belirlenir ve tüm işlemler bu tek fiyattan yapılır. Repo pazarlarında öncelik oran üzerinden kurulur: repo emirlerinde en yüksek oran, ters repo emirlerinde en düşük oran önceliklidir. Sisteme limitli emir, piyasa emri, dengeleyici emir ve bunlarla birlikte kullanılabilen özel koşullu emirler girilebilir; özel koşullu emirlerin başında, gerçekleşmeyen kısmı iptal eden kalanı iptal et ile tamamı gerçekleşmezse iptal olan gerçekleşmezse iptal et gelir. İşlem gören menkul kıymetler on iki haneli ISIN kodu ile tanımlanır; kodun ilk iki hanesi ülkeyi, son hanesi ise standart bir yöntemle hesaplanan kontrol hanesini gösterir.

Piyasada iki farklı piyasa yapıcılığı sistemi işler. Devlet iç borçlanma senetlerinde piyasa yapıcısı kuruluşları ve esasları Hazine belirler; bu kuruluşlar ölçüt kıymetlerde çift taraflı kotasyon vermekle yükümlüdür. Özel sektör borçlanma araçlarında ise yatırım kuruluşları taahhütname imzalayarak başvurur, Borsa değerlendirip karara bağlar. Piyasa yapıcısı, sorumlu olduğu kıymette aynı anda bir alış ve bir satış emri bulundurur, emirleri gerçekleşince ya da iptal olunca on dakika içinde yeni emir girer ve bir kıymetteki piyasa yapıcılığından çekilmek isterse bunu beş işlem günü öncesinden yazılı bildirmesi gerekir. İşlemlerden doğan takas ve teminat yükümlülükleri Takasbank çerçevesinde yerine getirilir; bir üye yükümlülüğünü karşılamazsa Takasbank onun nam ve hesabına temerrüt alım satımı yapar ve bu amaçla bir Temerrüt Pazarı öngörülmüştür.

Şimdi pazarlara tek tek bakalım. Kesin Alım Satım Pazarı, adı üstünde, bir menkul kıymetin kesin olarak alınıp satıldığı yerdir; satan taraf valör gününde kıymeti teslim eder, alan taraf parayı öder ve takasın gerçekleşmesiyle mülkiyet el değiştirir. Bu pazarda emirler, kıymetin türüne göre basit getiri, temiz fiyat ya da kirli fiyat üzerinden iletilir ve valör süreleri kıymete göre farklılaşır. Repo Ters Repo Pazarı'nda ise devlet tahvilleri, hazine bonoları ve Merkez Bankası likidite senetleri üzerinden repo yapılır; buranın ayırt edici yanı, ters repo yapan tarafın karşılığında tam olarak hangi kıymeti alacağını emir aşamasında bilmemesi, yalnızca Türk Lirası ya da döviz ödemeli bir grup kodunu görmesidir. Karşı taraf kıymeti ancak işlem gerçekleşip repocu taraf bildirimini tamamladıktan sonra öğrenir. Ters repoyla alınmış kıymet, ilk işlemin vadesinden kısa olmak koşuluyla yeni bir repoda kullanılabilir; buna zincirleme repo denir. Bankaların bu pazarda repo yoluyla sağladığı fonlar zorunlu karşılığa tabi değildir.

Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı ile Pay Senedi Repo Pazarı, Repo Ters Repo Pazarı'ndan tam da bu noktada ayrılır: buralarda işleme konu kıymet emir aşamasında açıkça belirtilir. Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı'nda taraflar hem repo oranını hem de sermaye piyasası aracının kendisini ve fiyatını girer; eşleşme için oranın yanı sıra kıymetin ve fiyatının da uyuşması gerekir. Pay Senedi Repo Pazarı'nda ise repoya konu olan şey borçlanma aracı değil, BIST 50 Endeksi'ne dâhil paylardan Borsa'nın uygun gördükleridir; burada payın fiyatı, işlemin gerçekleştiği andaki Pay Piyasası son işlem fiyatı olarak alınır. Her üç repo pazarında da işleme konu kıymetler başlangıç valöründe Takasbank'a teslim edilerek bloke bir hesapta bitiş valörüne kadar tutulur, ters repocu üyenin serbest kullanımına bırakılmaz.

Geriye piyasanın özel amaçlı pazarları kalır. Uluslararası Tahvil Pazarı'nda Hazine'nin ihraç ettiği dış borçlanma araçları ve döviz cinsi kıymetler işlem görür; burada aynı gün valörlü emir girilemez. Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı, piyasanın birinci el işlemin yapılabildiği tek pazardır; yalnızca nitelikli yatırımcılara satılacak özel sektör kıymetlerinin ihracı burada yapılır, satış süresi on iş gününü aşamaz ve ihracı tamamlanan kıymet ertesi iş günü Kesin Alım Satım Pazarı'nda nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmeye başlar. Gözaltı Pazarı, daha önce Kesin Alım Satım Pazarı'nda işlem görürken Borsa Kotasyon Yönergesi çerçevesinde gözaltına alınması kararlaştırılan kıymetler içindir. Taahhütlü İşlemler Pazarı'nda ise önceden belli bir kıymet üzerinden geri alma ve geri satma taahhütlü işlemler yapılır; burada Takasbank'ın, bitiş valöründe taahhüt ettiği işlemlerden vazgeçme hakkı bulunması dikkat çekici bir özelliktir. Bu pazarların ortak mantığını kavrayan bir aday, hangi pazarda hangi kıymetin, hangi valörle ve hangi öncelik kuralıyla işlem gördüğünü sınavda rahatlıkla ayırt edebilir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.4 · Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (Piyasanın İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)**Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası: Sözleşmeler, Seans Yapısı ve Emir Esasları****KISACA**

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, gelecekteki bir tarihe ilişkin alım satım yükümlülüğü ya da hakkı doğuran türev sözleşmelerin örgütlü bir düzen içinde işlem gördüğü piyasadır. Vadeli işlem sözleşmesi, belirli bir vadede önceden belirlenmiş fiyat, miktar ve nitelikte dayanak varlığı alma veya satma yükümlülüğü verir; opsiyon sözleşmesi ise alan tarafa, ödediği prim karşılığında bu varlığı alma ya da satma hakkı tanırken satan tarafı yükümlü kılar. Dayanak varlık; bir sermaye piyasası aracı, mal, kıymet ya da ekonomik gösterge olabilir ve bu çeşitliliğe göre döviz, endeks, pay, kıymetli madenler, emtia, elektrik ve faiz gibi ayrı türev pazarları oluşturulmuştur.

Piyasada işlemler kural olarak fiyat ve zaman önceliğine dayanan çok fiyat yöntemiyle yürür; günün açılışında ise emirlerin toplanıp tek bir denge fiyatından eşleştirildiği tek fiyat yöntemi uygulanır. Gün, açılış seansı, normal seans ve belirli sözleşmeler için akşam seansı olarak bölünür. Uzlaşma fiyatları her gün sonunda ilan edilir ve hesapların güncellenmesinde kullanılır. Takas ve teminat işlemlerinin merkezi Takasbank'tır. Bu özet piyasanın iskeletini verir; ayrıntı, emir türlerinde, seans saatlerinde ve sözleşme unsurlarında saklıdır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nı, yani kısaca VİOP'u anlamak için önce iki temel sözleşme türünü net biçimde ayırmak gerekir. Vadeli işlem sözleşmesi, belirli bir vadede önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte bir dayanak varlığı alma veya satma yükümlülüğü verir; burada her iki taraf da bir taahhüt altına girer. Opsiyon sözleşmesi ise asimetriktir: opsiyonu alan taraf, ödediği prim karşılığında dayanak varlığı belirli bir fiyattan alma ya da satma hakkına sahip olur, opsiyonu satan taraf ise aldığı prim karşılığında bu talebi karşılamaya yükümlü kılınır. Dayanak varlık, sözleşmeye konu olan sermaye piyasası aracı, mal, kıymet, ekonomik ya da finansal gösterge veya emtia olabilir. Bir pozisyonun uzun ya da kısa olması, sahibine dayanak varlığı satın alma yönünde mi yoksa satma yönünde mi yükümlülük veya hak sağladığına göre belirlenir; açık pozisyon ise ters işlem, nakdi uzlaşma ya da fiziki teslimatla henüz kapatılmamış pozisyonudur.

Piyasa, işlem gören sözleşmelerin türüne göre pazarlara ayrılmıştır. Döviz, endeks, pay, kıymetli madenler, emtia, elektrik, faiz, devlet iç borçlanma senetleri, yabancı endeksler, metal ve borsa yatırım fonu türev pazarları bunların başlıcalarıdır; emirlerin eşleştirilmesi ve özel işlem bildirimleri ilgili pazarın altında gerçekleşir. İşlemlerin gerçekleştiği yöntem, kural olarak fiyat ve zaman önceliğine dayanan çok fiyat yöntemidir. Açılış seansında ise farklı bir mantık işler: emirler belirli bir süre boyunca hiç eşleştirilmeden toplanır, sürenin sonunda en çok işlemin gerçekleşmesini sağlayan denge fiyatı belirlenir ve tüm açılış işlemleri bu tek fiyattan yapılır. Öncelik kurallarının özü basittir: daha yüksek fiyatlı alım emirleri ve daha düşük fiyatlı satım emirleri önce karşılanır, fiyat eşitliğinde ise sisteme daha önce gelen emir öndedir.

Günlük iş akışı belirli bölümlerden oluşur. İşlem yapılmayan dönemde sistem açıktır ama emir girilip işlem gerçekleşemez; yalnızca önceki günlerden kalan bazı emirler üzerinde sınırlı işlemler yapılabilir. Ardından açılış seansı gelir; bu seans emir toplama ve eşleştirme olmak üzere iki aşamalıdır ve eşleştirme, emir toplamanın bitişini izleyen otuz saniye içindeki rassal bir anda başlar; böylece açılış fiyatının önceden kestirilerek manipüle edilmesi güçleştirilir. Sonra günün ana bölümü olan normal seans işler; burada çok fiyat yöntemiyle sürekli işlem yapılır, özel işlem bildirimi verilebilir ve esnek sözleşme oluşturulabilir. Gün sonunda günlük uzlaşma fiyatları, vade sonlarında ise vade sonu uzlaşma fiyatları ilan edilir; bu fiyatlar hesapların güncellenmesinde ve uzlaşmada kullanılır. Belirli sözleşmeler için normal seansın ardından bir de akşam seansı yapılır ve bu seansta gerçekleşen işlemler bir sonraki normal seansın işlemi sayılır. Akşam seansına dahil olmayan sözleşmelerde işlemler kural olarak sabah dokuz yirmi ile akşam altı on gece arasında sürer; akşam seansına dahil sözleşmeler ise ayrıca akşam yediden gece on bire kadar işlem görür. Takvim yılının son işlem gününde akşam seansı yapılmaz.

Emirlerin nasıl verildiği ayrı bir konudur. Sisteme emir gönderilirken bir emir yöntemi seçmek zorunludur; limit emri belirlenen fiyat seviyesine kadar işlem yapmak için kullanılır, piyasadan limite emri ise fiyatsız girilip yalnızca en iyi fiyat kademesindeki emirlerle eşleşir, kalanı son işlem fiyatından limit emre dönüşür. Bunların yanında emrin ne kadar geçerli olacağını belirleyen süreler vardır: günlük emir gün sonunda, iptale kadar geçerli emir sözleşmenin vade sonunda, tarihli emir belirtilen tarihte otomatik iptal olur; gerçekleşmezse iptal et ve kalanı iptal et ise emrin tamamının ya da bir kısmının anında gerçekleşmesini, gerçekleşmeyen bölümün iptalini sağlar. Daha karmaşık iki araç da vardır. Şarta bağlı emir, belirtilen fiyat koşulu sağlanana kadar emir defterine girmez, koşul gerçekleştiğinde tetiklenir. Vadeler arası strateji emri ise bir sözleşmenin farklı vade aylarına, tek bir spread fiyatı üzerinden aynı anda ters yönlü iki emir göndermeye imkân tanır; yakın vade M1, uzak vade M2 olarak ifade edilir.

Piyasaya erişim için işlem terminalleri, FixAPI, OUCH ve ITCH protokolleri kullanılır; OUCH, yüksek frekanslı işlemlere imkân verecek kadar hızlı emir iletimi sağlar. Algoritmik ve yüksek frekanslı işlem yapan üyeler için ayrı kullanıcı tanımlama, test ve taahhütname yükümlülükleri getirilmiştir ve üye bu sistemlerin doğurduğu sonuçlardan Borsa'ya karşı doğrudan sorumludur. Hatalı bir emir sonucu gerçekleşen işlemler belirli koşullarla iptal edilebilir; başvuru işlemin gerçekleşmesinden itibaren otuz dakika içinde yapılır. İptalin kabul edilebilmesi için işlem fiyatının, sözleşme sınıfına göre belirlenmiş referans fiyat sapması dışında kalması ve doğan zararın belirli bir asgari tutarı aşması gerekir; bu asgari zarar eşiği günün saatine ve seansına göre değişir. Ayrıca endekse bağlı devre kesici tetiklendiğinde, ilgili pay ve pay endeksi sözleşmelerindeki işlemler belirli bir süre geçici olarak durdurulur.

Piyasada iki önemli komite işler. Uzlaşma Fiyatı Komitesi, uzlaşma fiyatlarının tespiti ve gerektiğinde düzeltilmesiyle görevlidir; beş asıl üyeden oluşur, üyelerin görev süresi iki yıldır ve ayrıca yedi yedek üye seçilir. Bu üyelerin üçü Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'ndan, biri Pay Piyasası'ndan, biri de Denetim ve Gözetim Kurulu'ndan görevlendirilir; komite salt çoğunlukla toplanır ve karar alır, oyların eşitliğinde başkanın oyu belirleyicidir. Özsermaye Halleri Komitesi ise temettü, sermaye artırımları, birleşme, bölünme gibi bir ortaklığın pay değerini ya da miktarını etkileyen durumların sözleşmelere adil biçimde yansıtılmasıyla ilgilenir; o da beş asıl üyeden oluşur, ancak üye dağılımı farklıdır: iki üye

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'ndan, iki üye Endeks Direktörlüğü'nden ve bir üye Pay Piyasası'ndan gelir.

Son olarak sözleşmelerin kendisine bakalım. İşlem görecek sözleşmeler ve unsurları piyasa prosedürüyle ilan edilir ve işlem yapan tüm tarafları ayrıca bir bildirimle gerek olmaksızın bağlar. Her sözleşme, unsurlarını özetleyen bir sözleşme koduyla tanımlanır. Vadeli işlem sözleşmelerinin kodu, sözleşme grubunu, gerekiyorsa uzlaşma şeklini, dayanak varlık kodunu ve vade tarihini içerir; opsiyon sözleşmelerinin kodunda bunlara ek olarak opsiyon tipi, opsiyon sınıfı ve kullanım fiyatı da yer alır. Opsiyon tipini gösteren harf, hakkın ne zaman kullanılabileceğini söyler: Amerikan tipinde hak vade sonuna kadar herhangi bir tarihte, Avrupa tipinde ise yalnızca vade sonunda kullanılabilir. Opsiyon sınıfı ise sözleşmenin alım opsiyonu mu yoksa satım opsiyonu mu olduğunu belirtir. Bunların dışında, vade tarihi ve kullanım fiyatı belirli limitler içinde kullanıcılar tarafından belirlenerek oluşturulabilen esnek sözleşmeler de vardır. Bütün bu işlemlerin takas merkezi İstanbul Takas ve Saklama Bankası'dır; günlük fiyat değişim limitleri, uzlaşma yöntemi ya da seans saatleri gibi unsurlar ise olağanüstü durumlarda Genel Müdür yetkisiyle geçici olarak değiştirilebilir.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.5 · Tezgâhüstü Piyasalar

Tezgâh Üstü Piyasalar: Organize Borsalardan Farkları, Ürünleri ve Düzenlenişi

KISACA

Finansal piyasaları sınıflandırmanın yollarından biri, onları organize piyasalar ile tezgâh üstü piyasalar diye ikiye ayırmaktır. Organize piyasalar, düzenleyici otoritenin gözetimi altında, merkezî bir yapı içinde ve önceden belirlenmiş yazılı kurallara göre işleyen borsalardır; Borsa İstanbul bunun tipik örneğidir. Tezgâh üstü piyasalar ise merkezî bir işlem yeri olmadan, telefon ve elektronik iletişim araçlarıyla, tarafların serbestçe belirlediği sözleşmeler üzerinden ve esnek kurallarla işleyen piyasalardır. Bu iki yapı birçok bakımdan ayrışır. Tezgâh üstü piyasalarda işlemler standart değildir ve taraflarca serbestçe biçimlendirilir; aracı kullanma zorunluluğu yoktur; işlemin karşı tarafının yükümlülüğünü yerine getirememesi ihtimali, yani karşı taraf riski her zaman vardır; fiyat ve miktar bilgileri yalnızca taraflarca bilindiğinden şeffaflık düşüktür. Bu esneklik, kotasyon şartlarını sağlayamayan küçük şirketlere ve büyük tutarlı işlem yapan profesyonel yatırımcılara alan açsa da likiditeyi azaltır ve karşılaşılan riski artırır. 2008 krizinden sonra bu piyasalardaki türev işlemler için merkezî karşı taraf üzerinden takas, teminatlandırma ve veri depolama kuruluşlarına raporlama gibi daha sıkı kuralları getirilmiştir. Türkiye'de ise bankalararası para, döviz, tahvil ve repo piyasaları en yaygın tezgâh üstü piyasalardır.

Bir finansal işlemin nerede ve hangi kurallarla yapıldığı, o işlemin güvenliğini ve maliyetini doğrudan etkiler. Bu yüzden piyasaları organize ve tezgâh üstü olarak ayırmak öğreticidir. Organize piyasalar, yetkili otoritelerin gözetim ve denetimi altında, merkezî bir yapı içinde, genellikle belirli bir mekân veya platformda ve önceden yazıya dökülmüş kesin kurallara göre işlem yapılan piyasalardır; New York Borsası ile Borsa İstanbul bunların bilinen örnekleridir. Tezgâh üstü piyasalar ise merkezî bir yapı arz etmez; farklı risk tercihlerine sahip yatırım kuruluşları ile yatırımcılar, telefon veya diğer elektronik iletişim araçlarıyla, serbestçe yapılandırılmış sözleşmeler üzerinden ve esnek kurallarla karşı karşıya gelir. Bu piyasalarda çok sayıda işlemci vardır; kendi portföyünden alım satım yaparak bir menkul kıymete çift taraflı fiyat kotasyonu veren ve böylece piyasayı oluşturan araçlara piyasa yapıcısı denir. Merkezî bir ortam bulunmadığından, bir yatırımcının en iyi fiyatı bulabilmesi için farklı araçların verdiği kotasyonları karşılaştırması, hatta ilgili araçlara doğrudan ulaşması gerekebilir.

İki piyasa tipi arasındaki farklar birkaç eksenle toplanabilir. En temel işlem platformunun merkezî olup olmamasıdır: organize borsalarda işlemler tek bir merkezî altyapı üzerinden yürürken, tezgâh üstünde dağınık bir araçlar ağı vardır. Düzenleme altyapısı bakımından organize borsalar kesin kurallara ve gözetim sistemlerine tabidir; tezgâh üstü piyasalarda ise katılımcıları bağlayan işlem kuralları, üyelik şartları ve borsalardaki gibi gözetim mekanizmaları bulunmaz. Bu durum işlemlere esneklik kazandırır, ama aynı zamanda güveni azaltıp sermaye piyasası suçlarıyla karşılaşma olasılığını yükseltir. Standardizasyon konusunda da ayrışır: organize piyasalarda işlem gören payların ve türev araçların özellikleri belirli standartlara bağlıyken, tezgâh üstünde sözleşmelerin özellikleri taraflarca serbestçe

belirlenir ve bu, tarafların riskini daha esnek koşullarda yönetmesine imkân tanır. Esneklik yalnızca ürünle sınırlı değildir; aracılık, işlem saatleri, teminat, gözetim ve kamuyu aydınlatma gibi bütün konulardaki serbestiyi kapsar.

Aracılık açısından organize borsalarda işlemler yalnızca yetkili ve kimlikleri belli aracı kuruluşlar üzerinden yapılırken, tezgâh üstünde alıcı ile satıcı doğrudan temas kurabilir; çok sayıda işlemcinin yarattığı rekabet, aracılık maliyetlerini organize piyasalara kıyasla düşürür. En kritik farklardan biri karşı taraf riskidir. Organize borsalarda takası garanti eden bir takas kurumu bulunduğu için işlemi yapanın, karşı tarafın kim olduğunu ve yükümlülüğünü yerine getirip getiremeyeceğini düşünmesine gerek yoktur; yani karşı taraf riski yoktur. Tezgâh üstü piyasalarda ise işlem iki taraflı olduğundan, karşı tarafın nakit ya da varlığı istenen nitelikte ve zamanda teslim edememe ihtimali her zaman vardır. Şeffaflık bakımından organize borsalarda işleme konu varlıkların özellikleri ile fiyat ve miktar bilgileri kamuya açıkken, tezgâh üstünde bu bilgiler çoğu zaman yalnızca işlemin taraflarınca bilinir. Kotasyon şartları da farklıdır: bir pay borsaya kote olduğunda kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve ihraççının taşıması gereken ölçütler artar, oysa tezgâh üstü piyasalarda kotasyon kuralı aranmaz; bu yönüyle bu piyasalar küçük ölçekli şirketlerin fon bulmasına ve zamanla borsa şartlarını sağlayacak büyüklüğe erişmesine imkân verir. Nihayet, esnek şartlar ve tek seferlik büyük tutarlı işlemler nedeniyle tezgâh üstü piyasalar yüksek işlem hacmine ulaşabilir; ne var ki aynı nedenlerle likiditeleri düşük, alış-satış fiyat farkları geniştir ve daha çok büyük ölçekli ile profesyonel yatırımcılara hitap ederler.

Dünya genelinde neredeyse tüm gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda paylar, türev araçlar ve yapılandırılmış ürünler üzerine tezgâh üstü işlemler yapılır; özellikle türev ürünlerde tezgâh üstü piyasaların işlem hacmi organize piyasaları geçmiş durumdadır ve en çok işlem gören ürünler faiz türevleridir, bunu döviz türevleri ve kredi temerrüt sözleşmeleri izler. Tezgâh üstü türev piyasalarında işlem gören başlıca sözleşmeleri kısaca tanımak yararlıdır. Forward sözleşme, iki tarafın özellikleri standart olmayan bir varlığı ileri bir tarihte, aralarında serbestçe belirledikleri şartlarla alıp satmayı kararlaştırdıkları sözleşmedir; bir garantör bulunmadığı için karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirmeme, yani kredi riskini taşır ve standart olmadığından ikinci el piyasası neredeyse yoktur. Opsiyon sözleşmesi, ileri bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyattan standart miktar ve kalitedeki bir varlığı alma veya satma hakkı verir; borsada işlem gördüğünde takas kurumu garantörlük üstlenir, faize dayalı opsiyonlar ise genellikle tezgâh üstünde işlem görür. Swap sözleşmesi, iki taraf arasında belirli bir finansal varlıktan doğan gelecekteki nakit akışlarının değiştirilmesine dayanan bir anlaşmadır; başlıca türleri para, mal ve faiz swaplarıdır ve faiz oranı üzerine düzenlenen swaplar tezgâh üstü piyasalarda en çok işlem gören üründür.

Tezgâh üstü piyasalar başlangıçta ya hiç düzenlenmemiş ya da yalnızca sınırlı biçimde düzenlenmişti. Ancak 2008 küresel finansal krizinin büyük ölçüde karmaşık türev işlemlerden kaynaklandığı yönündeki yaygın kanı, bu piyasaların mercek altına alınmasına yol açtı; ABD'deki Dodd-Frank Yasası, IOSCO ve Basel III düzenlemeleri, G-20 kararları ve Avrupa Birliği'nin EMIR düzenlemesi bu dönemde öne çıktı. Getirilen kuralların bir kısmı gözetim ve şeffaflıkla ilgilidir: türev işlemlere ait kayıtları merkezi bir platformda toplayan veri depolama kuruluşlarına raporlama zorunlu hâle getirilmiş, belirli tutarı aşan blok işlemler ayrıca raporlanır olmuştur. Bir kısmı ise riskin azaltılmasına yöneliktir; tezgâh üstü

türev işlemlerin takasının bir merkezî karşı taraf üzerinden yapılması, bunu yapmayan katılımcılardan daha yüksek sermaye istenmesi ve işlemlerden teminat alınması bu çerçevede benimsenmiştir. Kriz öncesinde bu piyasalarda türev araçların takası genellikle merkezî karşı taraf üzerinden yapılmazken, kriz sonrasında özellikle faiz swapları için zorunlu merkezî takas uygulamasına geçilmiştir.

Türkiye'de en yaygın ve en derin tezgâh üstü piyasalar; Bankalararası TL Piyasası, Bankalararası Döviz Piyasası, Bankalararası Tahvil Piyasası ve Bankalararası Repo Piyasası'dır. Bu piyasalarda bankalar özel bir düzenlemeye tabi olmadan kendi aralarında işlem yapar; teminat alınmaz, bunun yerine işlem yapılacak taraflara ve tutarlara 'line' adı verilen limitlerle sınır konur. Sermaye piyasası mevzuatında tezgâh üstü piyasa, borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerleri dışında kalan piyasalar olarak tanımlanır. Bu alandaki denetimin güçlenmesinde önemli bir adım, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun veri depolama kuruluşu olarak yetkilendirilmesi ve kurduğu Elektronik Veri Deposu Sistemi'nin 2018 yılı sonunda devreye girmesiyle atılmıştır; böylece yurt içi ve yurt dışı tezgâh üstü türev sözleşmeleri bu sisteme raporlanır olmuştur. Merkezî karşı taraf uygulaması yönünde de İstanbul Takas ve Saklama Bankası, 2019 yılı sonunda Türk Lirası faize dayalı swaplar için merkezî karşı taraf hizmeti vermeye başlamıştır. Ayrıca aracı kurumların müşterileriyle yaptıkları tezgâh üstü türev işlemler için başlangıç ve sürdürme teminatı alması, kullanılan risk modellerini düzenli aralıklarla geriye dönük stres testine tabi tutması ve her müşteri için pozisyon limiti belirlemesi zorunludur.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.6 · T.C. Merkez Bankası Piyasaları ve Bankalararası Piyasalar

T.C. Merkez Bankası ve Bankalararası Piyasalar: Para Politikası Araçları ve Piyasa İşleyişi

KISACA

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bugünkü temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır; 14 Ocak 1970 tarihli 1211 sayılı Kanun'un 25 Nisan 2001'de 4651 sayılı Kanun'la yeniden düzenlenmesiyle Banka'nın bu amaca ulaşmak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçları doğrudan kendisinin belirleyeceği hükme bağlanmış, ayrıca finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri alma görevi verilmiştir. Para politikası iki temel stratejiden yürütülebilir: ara hedefleme ve doğrudan enflasyon hedeflemesi. TCMB 2006 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamakta, temel araç olarak da kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Bankanın hedefe ulaşmak için başvurduğu para politikası araçları açık piyasa işlemleri, döviz alım-satımları, reeskont penceresi işlemleri ve zorunlu karşılıklardır; bunların ilk üçü para tabanını, zorunlu karşılıklar ise parasal çarpanı etkiler. Bu araçlar TCMB bünyesindeki piyasalarda, özellikle Bankalararası Para Piyasası'nda uygulanır. Bunların yanında bankaların kendi aralarında herhangi bir özel düzenlemeye tabi olmadan işlem yaptığı bankalararası piyasalar vardır; repo, tahvil, Türk lirası ve döviz alışverişlerinin yapıldığı bu piyasalar teminatsız çalışır ve taraflar yalnızca birbirlerine tanıdıkları line limitleri dâhilinde işlem yapar.

Bir ekonomide genel olarak dört temel hedef gözetilir: kaynakların tam istihdamı, sürdürülebilir bir büyüme, fiyat istikrarının sağlanması ve ödemeler dengesindeki istikrar. Bu hedefler zaman zaman birbiriyle çatıştığı için para ve maliye politikaları eşgüdüm içinde uygulanır; örneğin düşük enflasyon ya da güçlü bir Türk lirası hedeflendiğinde bunun kısa dönemli maliyeti işsizliğin artması ve büyümenin yavaşlaması olabilir. 1970'lerde yaşanan petrol krizinin tetiklediği enflasyonist süreç, merkez bankalarının bütün bu hedefleri aynı anda gözetmesinin para politikasının etkinliğini zayıflattığını göstermiş; 1980'lerden itibaren fiyat istikrarı merkez bankacılığının asıl, çoğu kez tek hedefi olarak öne çıkmıştır. Bu anlayış değişimi Türkiye'ye de yansımış, 1211 sayılı Kanun 2001'de 4651 sayılı Kanun'la yeniden düzenlenerek TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarı olduğu, uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçları doğrudan kendisinin belirleyeceği ve buna ek olarak finansal istikrarı sağlayıcı tedbirleri alacağı hükme bağlanmıştır.

Para politikası uygulamada iki ana strateji üzerinden yürür. Ara hedefleme stratejisinde Merkez Bankası enflasyonla doğrudan mücadele edemediği için enflasyonu etkileyen ve kendi kontrol edebildiği bir ara değişkeni hedefler; bunun üç türü vardır. Parasal hedeflemede para arzı büyüklükleri esas alınır, ancak yeni finansal araçların gelişmesi para talebini öngörülemez kıldığından bu yöntemin belirleyiciliği azalmıştır. Kur çapasında kurlar önceden ilan edilerek fiyatlama davranışlarının bunlara göre şekillenmesi beklenir, fakat bu durumda Merkez Bankası faizler üzerindeki kontrolünü yitirir. Merkez Bankası bilanço hedeflemesinde ise net uluslararası rezervlere taban, net iç varlıklara tavan konularak hem döviz rezervinin korunması hem de parasal genişlemenin sınırlanması amaçlanır. Doğrudan enflasyon hedeflemesinde ise hükümetle birlikte belirlenen enflasyon hedefi tek nominal çapa haline

gelir ve tüm araçlar yalnızca bu hedefe yönelik kullanılır. Sermaye hareketleri serbestken hem faizin hem kurun aynı anda kontrol edilemeyeceğini anlatan imkânsız üçlü ilkesi gereği, faizi yöneten bir stratejide kur piyasa koşullarına bırakılır. TCMB 2002–2005 arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamış, 2006 başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir; yıl sonu enflasyonu nokta hedefin iki puan altında ya da üstünde gerçekleşirse Banka bunun nedenlerini bir raporla Hükümete ve kamuoyuna açıklar.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde temel para politikası aracı kısa vadeli, özellikle gecelik faiz oranlarıdır; alınan faiz kararının gücü, yarattığı sinyal etkisiyle beklentileri ve toplam talebi yönlendirebilme kapasitesine bağlıdır. Bankanın hedefe ulaşmak için kullandığı araçlar dört başlıkta toplanır: açık piyasa işlemleri, döviz müdahaleleri ile alım-satımları, reeskont penceresi işlemleri ve zorunlu karşılıklar. Bunlardan ilk üçü para tabanını, zorunlu karşılıklar ise parasal çarpanı etkilemek için kullanılır.

Açık piyasa işlemleri günümüz merkez bankacılığının en etkin aracıdır ve 1211 sayılı Kanun'un 52'nci maddesine dayanır; bu işlemler yalnızca para politikası amacıyla yapılır, Hazineye veya kamu kuruluşlarına kredi amacıyla kullanılamaz. Likidite geçici olarak sıkıştığında Merkez Bankası repo yaparak piyasaya kısa süreli fon verir, likidite geçici olarak fazla olduğunda ise ters repoyla bu fazlayı çeker; sıkışıklık ya da fazlalık kalıcıysa doğrudan alım veya doğrudan satım yoluna gidilir. Banka ayrıca kendi nam ve hesabına, vadesi 91 günü aşmayan, iskontolu likidite senetleri ihraç edebilir. Repo ve ters repo işlemlerinde vade 91 günü aşamaz, komisyon ya da masraf alınmaz ve değerlemede Resmi Gazete fiyatları kullanılır. İhaleler geleneksel yöntem, miktar yöntemi veya son fiyat yöntemiyle; Borçlanma Araçları Piyasası'ndaki işlemler ise TCMB'nin alım ve satış kotasyonu girdiği kotasyon yöntemiyle yapılır. İşlemler genel olarak saat 10:00 ile 16:00 arasında gerçekleştirilir, aynı gün valörlü standart ihaleler saat 11:00'de yapılır ve kuruluşlar yükümlülüklerini saat 16:45'e kadar yerine getirir. Aracı kurumların bu işlemlere katılabilmesi için Kurul'dan ilgili yetki belgelerini almış, asgari altı milyon Türk lirası ödenmiş sermayeye sahip ve ödenmiş sermayelerinin en az yüzde onu tutarında DİBS ya da kira sertifikasını bloke olarak bulunduruyor olması gerekir.

Bu işlemlerin bir bölümü, TCMB Para Piyasaları Müdürlüğü bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda yürütülür. 2 Nisan 1986'da kurulan bu piyasada Merkez Bankası önceleri bankalar arasında garantör sıfatıyla aracılık ederken, 2002 Aralık'ından itibaren bu aracılığa son vermiş ve piyasadaki Türk lirası depo işlemleri yalnızca kendi adına yapılır hale gelmiştir; piyasaya yalnızca bankalar katılabilir. Burada gün içinde likidite ihtiyacı olan bankalar, gün sonuna kadar geri ödemek üzere faiz ödemedi, teminatları karşılığında Gün İçi Likidite imkânından yararlanabilir. Merkez Bankası ayrıca gecelik vadede Türk lirası borç alma ve borç verme faizlerini ilan eder; bu kotasyonlar gecelik faizlerin aşırı dalgalanmasını önlemeye hizmet eder. Geç Likidite Penceresi işlemlerinde ihtiyacı olan bankalar saat 16:00 ile 17:00 arasında, zorunlu karşılık tesis döneminin son iş gününde ise 16:00 ile 17:15 arasında, gecelik vadede limitsiz olarak borçlanabilir; ancak bu pencerede borçlanma faizi gün içi kotasyonlardan daha yüksek, borç verme faizi ise daha düşüktür.

Kur rejimi TCMB ile Hükümet tarafından ortaklaşa belirlenir; kur politikası, yani döviz alım ve satım kararları ise Bankanın yetkisindedir ve Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğüne yürütülür. TCMB Şubat

2001'den bu yana dalgalı kur rejimi uygulamakta, herhangi bir kur hedefi gütmeye için müdahalelerini kurun seviyesine değil yalnızca aşırı oynaklığa yönelik yapmaktadır; gösterge niteliğindeki döviz kuru, her iş günü belirli saatlerde bankalararası piyasada bir milyon ABD doları karşılığında verilen alış ve satış kotasyonlarının ortalamalarından hesaplanır. Reeskont penceresi Kanun'un 45'inci maddesine dayanır ve Banka, en az üç imza taşıyan ve vadesine en çok 120 gün kalmış ticari senetleri reeskonta kabul edebilir; ne var ki bankacılık sistemi uzun süredir açık piyasa işlemleriyle fonlandığından bu yolla kredi kullandırılmamaktadır. Dördüncü araç olan zorunlu karşılıklar parasal çarpanı etkiler; zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir cuma günü hesaplanır ve tesis dönemi on dört gün sürer. Rezerv Opsiyonu Mekanizması adı verilen uygulamayla bankalara, Türk lirası cinsinden tutmaları gereken zorunlu karşılıkların en fazla yüzde kırk beşini ABD doları, en fazla yüzde otuzunu standart altın cinsinden tesis etme esnekliği tanınır; bu, kısa vadeli sermaye akımlarının yarattığı oynaklığı azaltan ve döviz rezervlerini güçlendiren otomatik bir dengeleyici olarak çalışır.

Bütün bu düzenli piyasaların yanında, bankaların herhangi bir özel düzenlemeye tabi olmadan kendi aralarında işlem yaptığı bankalararası piyasalar bulunur. Yatırım kuruluşları repo işlemlerini çoğunlukla Borsa İstanbul'un repo pazarlarında yapsa da aynı işlemleri kendi aralarında da gerçekleştirebilir; benzer biçimde sabit getirili menkul kıymetlerin doğrudan alım-satımı bankalararası tahvil piyasasında, Türk lirası alışverişi ise bankalararası TL piyasasında yapılabilir. Bu piyasaların ortak özelliği teminatsız çalışmalarıdır: işlemler teminatsız yürütüldüğü için her banka yalnızca karşısındaki bankaya tanıdığı ve line denilen limit dâhilinde işlem yapar, fiyatlar telefonla pazarlık ya da bilgi dağıtım firmalarının dealing imkânları üzerinden oluşur. Döviz tarafında bankalararası döviz piyasası öne çıkar; katılımcılar burada spot, vadeli ve türev her tür işlemi yapabilir, genellikle bir milyon ABD doları için çift yönlü kotasyon verir ve ödemelerini SWIFT sistemi üzerinden gerçekleştirir. Bunun dışında bankalar ile yetkili müesseselerin efektif arz ve talebine göre işlem yaptığı serbest döviz piyasası, nakit efektifin serbest rekabet koşullarında el değiştirdiği ve takasın işleminden hemen sonra gerçekleştiği Kapalıçarşı Efektif Piyasası ve herhangi bir düzenlemeye tabi olmayıp fiyatların pazarlıkla oluştuğu Serbest Altın Piyasası da bankalararası piyasalar bütününe tamamlar.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.7 · Takasbank ve Borsa Para Piyasaları, Swap Piyasası ve Ödünç Pay Piyasası

Takasbank ve Borsa Para Piyasaları, Swap ve Ödünç Pay Piyasası: Merkezi Karşı Taraf Ekseninde İşleyiş

KISACA

Bu başlık, tek bir işlem panosunda değil, birbirini tamamlayan dört ayrı organize piyasada yürüyen para borçlanması, döviz ile kıymetli maden takası ve pay senedi ödöncü işlemlerini bir araya getirir. Dördünün de ortak paydası, işlemlerin arkasında merkezi karşı taraf olarak duran İstanbul Takas ve Saklama Bankası, yani Takasbank'tır. Borsa İstanbul Para Piyasası'nda banka ve aracı kurumlar teminat göstererek birbirlerine Türk Lirası borç verip alır; Borsa İstanbul Swap Piyasası'nda taraflar para birimlerini birbirleriyle ya da kıymetli madenlerle belirli bir süre için değiştirir. Takasbank'ın kendi bünyesinde işlettiği iki piyasa daha vardır: Ödünç Pay Piyasası, teminat göstererek pay ödünç almak veya vermek isteyenleri buluşturur; Takasbank Para Piyasası ise Türk Lirası fon fazlası olan üye ile fon ihtiyacı olan üyeyi eşleştirir.

Dört piyasada da Takasbank, eşleşen işlemde alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçerek takasın tamamlanmasını taahhüt eder; işlem yapan taraflar birbirlerini genellikle bilmez. Bu güvencenin karşılığında üyelerden başlangıç teminatı ve garanti fonu katkı payı alınır, teminat belirlenen sürdürme seviyesinin altına düşerse teminat tamamlama çağrısı yapılır. Böylece bu özet, dört piyasanın amacını ve onları tek bir teminat-garanti mimarisinde birleştiren Takasbank'ın rolünü kavramak için gerekli çerçeveyi verir.

Bu dört piyasayı birbirine bağlayan çatıyı en baştan kurmak, hepsini tek tek ezberlemekten çok daha kolaydır. Piyasaların ikisi Borsa İstanbul bünyesinde, ikisi ise doğrudan Takasbank bünyesinde işler; ama işleyişin merkezinde her seferinde aynı kurum, yani Takasbank vardır. Takasbank bu piyasalarda merkezi karşı taraf sıfatıyla, eşleşen bir işlemde araya girip alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumuna geçer. Bunun anlamı şudur: taraflar işlem sırasında karşılarında kimin olduğunu bilmez, çünkü herkesin muhatabı Takasbank'tır. Takasbank bu taahhüdü boşuna vermez; her piyasada üyelerden teminat ve garanti fonu katkı payı toplar, riskleri gün içinde ve gün sonunda değerler, teminat yetersiz kalırsa tamamlama çağrısı yapar. Şimdi bu ortak mantığı akılda tutarak dört piyasaya tek tek bakalım.

İlki Borsa İstanbul Para Piyasası'dır. Bu piyasada Borsa düzenlemeleri uyarınca yetki verilmiş banka ve aracı kurumlar ile Takasbank, teminatlı olarak Türk Lirası fon arz eder ve talep eder; yani kısa vadeli Türk Lirası borç alıp verirler. Takasbank yine merkezi karşı taraf olarak takası garanti eder. İşlemler aynı gün ya da bir iş günü ileri başlangıç valörlü olabilir ve işlemin bitiş valörü taraflarca serbestçe, en fazla iki yıl olmak üzere belirlenir. Piyasa hafta içi her gün saat dokuz otuz ile on yedi otuz arasında açıktır; ancak aynı gün başlangıç valörlü emirler yalnızca dokuz otuz ile on beş arasında iletilebilirken, ileri başlangıç valörlü emirler kapanışa kadar iletilebilir. Emir eşleşmesinde mantık faiz üzerinedir: alım emirlerinde en yüksek faiz oranlı, satım emirlerinde en düşük faiz oranlı emir önceliklidir, faiz eşitse zaman önceliği devreye girer. Emirlerde binde birlik değil, yüzde sıfır virgöl sıfır birlik bir faiz oran adımı uygulanır; emir

büyüklüğü yüz bin Türk Lirası tabanı ile yüz milyon Türk Lirası tavanı arasında, minimum büyüklüğün katları biçiminde verilir. Takas, teminat ve temerrüt esaslarını Takasbank belirler.

İkinci piyasa Borsa İstanbul Swap Piyasası'dır ve amacı, para birimlerinin birbirleriyle veya kıymetli madenlerle belirlenen koşullarda değiştirilmesine imkân sağlamaktır. Burada işlem yapabilenler yetkili aracı kurumlar, bankalar ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'dır; aracı kurumlar yalnızca Kıymetli Madenler Swap Pazarı'nda işlem yapabilir. Piyasanın kendine özgü kavramları vardır: swap, tarafların farklı para birimlerini ya da kıymetli maden ile para birimini kararlaştırdıkları süre ve koşullarda değiştirmesidir; swap puanı, vade sonu kurun ya da fiyatın hesaplanmasında faiz farkları dikkate alınarak taraflarca belirlenen değerdir; valör ise işlemin başlangıç ve bitiş takas tarihleridir. İşlemler çok fiyat yöntemiyle eşleşir. Aynı gün başlangıç valörlü emirler dokuz otuz ile on dört arasında, ileri başlangıç valörlü emirler ise on yedi otuza kadar iletilebilir; sabah dokuz ile dokuz otuz arasındaki dilimde yalnızca Merkez Bankası emir iletilebilir. Başlangıç ile bitiş valörü arasında en fazla üç yüz altmış beş gün olabilir.

Swap Piyasası iki pazardan oluşur. Para Swap Pazarı, Türk Lirası ile Amerikan Doları ve Türk Lirası ile Euro arasındaki değişime hizmet etmek üzere kurulmuştur; emirler bir milyon Amerikan Doları ya da Euro ve katları olarak iletir, bir defada iletilebilecek en yüksek emir büyüklüğü üç yüz milyondur ve döviz kuru Merkez Bankası'nın ilan ettiği alış ve satış kurlarının ortalamasının artı eksi yüzde on beşlik aralığında olmalıdır. Kıymetli Madenler Swap Pazarı ise para birimlerinin kıymetli madenlerle değiştirilmesine imkân verir; bu pazarda emirler bir kilobar altın ve katları olarak, en çok yüz kilobar olacak biçimde iletir. İşleme konu olabilecek altın, Londra Külçe Piyasası Birliği'nin listesinde yer alan rafinerilerce üretilmiş, bin de dokuz yüz doksan beş saflıkta bir kilobar altındır; fiyat da Borsa'nın Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası'nda oluşan ağırlıklı ortalamasının artı eksi yüzde on beşlik aralığında kalmalıdır. Her iki pazarda emir önceliği swap puanı ve kur ya da maden fiyatı üzerinden kurulur; bültenler her pazar için ayrı yayımlanır ve tek üyenin kendi emrini karşıladığı işlemler bültene fiyat olarak yansımaz.

Üçüncü piyasa, artık Takasbank'ın kendi bünyesinde kurup işlettiği Ödünç Pay Piyasası'dır. Burada aracı kurumlar, bankalar ve müşterileri, teminat göstererek pay senedi ya da borsa yatırım fonu katılma belgesi ödünç alır veya verir; Takasbank açık teklif yöntemiyle merkezi karşı taraftır, yani eşleşme anında ödünç verene karşı ödünç alan, ödünç alana karşı ödünç veren konumuna geçer. İşleme konu olabilecek kıymetler, kredili alım ve açığa satışa konu olan Yıldız Pazar ile Ana Pazar paylarıdır. İşlemler saat dokuz otuz ile on altı kırk beş arasında tek seansta yapılır; valör aynı gün, bir ya da iki iş günü olabilir; vade ise vadesizden başlayıp bir haftaya kadar her gün, bir-iki-üç hafta ve bir-iki-üç-altı-dokuz-on iki ay gibi kademelerle belirlenir. Komisyon oranını taraflar serbestçe belirler, ancak komisyon adımı on binde beş ve katları biçiminde uygulanır ve hesaplamada yıl üç yüz altmış beş gün alınır. Ödünç verenden teminat istenmezken, ödünç alandan pozisyon riskini karşılamak üzere başlangıç teminatı alınır.

Ödünç Pay Piyasası'nın teminat düzeni öğrenilmesi gereken çekirdektir. Değerlenmiş teminatın toplam ödünç borcuna oranı olan sürdürme seviyesi yüzde yüz on olarak uygulanır; teminat bu seviyenin altına düştüğünde ya da zorunlu Türk Lirası teminatı gereken tutarın yüzde otuzunun altına

indiğinde Takasbank teminat tamamlama çağrısı yapar ve teminatın başlangıç oranına çıkarılmasını ister. Toplam teminat gereksiniminin en az yüzde otuzunun Türk Lirası olması gerekir. Piyasa aşırı yoğunlaşmayı önlemek için kıymet bazında sınırlar da koyar: bir payın piyasadaki açık işlemleri, o payın halka açık tutarının belirli bir yüzdesini geçemez ve bu sınır üye ile tek sicil bazında daha da daraltılır. Temerrüt halinde menkul kıymetin iadesi esastır; gerekirse Takasbank, Borsa Pay Piyasası'nda temerrüt sırası açtırarak kıymeti temin eder ve ödünç verene iade eder, bunu da yapamazsa nakit karşılığını öder. Ödünce konu payların bedelli, bedelsiz sermaye artırımları ve kâr payı gibi mali hakları ödünç verende kalır; buna karşılık ödünç veren, işlem süresince payın oy hakkı gibi yönetsel haklarını kullanamaz. Üyelerin temerrüdünde teminatları aşan zararlar için ise ortak bir garanti fonu devreye girer.

Dördüncü piyasa Takasbank Para Piyasası'dır; Türk Lirası fon fazlası ya da ihtiyacı olan üyelerin talep ve tekliflerini eşleştiren, Takasbank bünyesinde kurulmuş organize bir para piyasasıdır. Takasbank bu piyasayı işletir ve işlemlerden doğacak yükümlülükleri, aldığı teminatlar, garanti fonu katkı payları ve piyasaya tahsis ettiği sermaye ile güvence altına alır; ancak dikkat edilmesi gereken bir ayrım vardır: Takasbank burada alış satış kotasyonu vermez ve işlemin kendisinde taraf olmaz, yalnızca eşleşmenin ve takasın güvencesidir. Üye kümesi geniştir; aracı kurum ve bankaların yanı sıra finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri, varlık yönetim şirketleri, sigorta ve emeklilik şirketleri gibi kurumlar üye olabilir, Merkez Bankası ise doğal üyedir. İşlemler aynı gün valörlü olarak dokuz otuz ile on beş otuz arasında yapılır; vadeler gecelikten iki aya kadar her gün ile iki, üç ve altı ay kademelerini kapsar; asgari tutar beş bin Türk Lirası olup emirler binin katları biçiminde artar ve faiz adımı yine on binde beştir. Eşleşmede alıfta en yüksek, satıfta en düşük faiz oranlı emir önceliklidir. Teminat tarafında başlangıç teminat oranı yüzde yüz beş, asgari sürdürme oranı yüzde yüz dört olarak uygulanır; üyenin risk profiline göre değişen zorunlu teminat oranları yüzde iki, dört ve altı olarak belirlenir, satış işlemlerinde ise teminat aranmaz. Serbest hesabındaki bakiyesi kadar risk oluşturmamayan satış yapmak isteyen üye ise blokeli satış emrini kullanır.

Görüldüğü gibi bu dört piyasa yüzeyde farklı ürünlerle uğraşır: biri Türk Lirası borcu, biri döviz ve altın takası, biri pay ödöncü, biri yine Türk Lirası fonu. Ama hepsi aynı iskelet üzerinde durur. Her birinde Takasbank merkezi karşı taraf olarak araya girer, her birinde işlemin sağlamlığı üyeden alınan başlangıç teminatı ve ortak garanti fonuyla korunur, her birinde teminat sürdürme seviyesinin altına inince tamamlama çağrısı yapılır ve yükümlölük yerine gelmezse temerrüt hükümleri işler. Bu ortak mimariyi bir kez kavradıktan sonra, tek tek piyasaların saatleri, valörleri ve emir öncelikleri, aynı temanın farklı ayrıntıları olarak çok daha kolay yerine oturur.

5. FİNANSAL PİYASALAR

İçindekiler

5.8 · Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS): Yatırım Fonu Katılma Paylarının Merkezi Dağıtımı

KISACA

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu, kısa adıyla TEFAS, yatırım fonu katılma paylarının elektronik ve merkezi bir platformda alınıp satılmasını sağlayan sistemdir. Mantığı şudur: fonu kuran kurucu, katılma paylarını doğrudan tek tek yatırımcıya ulaştırmak yerine platforma koyar; platforma üye dağıtım kuruluşları da bu payları kendi müşterilerine satar ve müşteriden geri alır. Böylece bir yatırımcı, hesabının bulunduğu kurumdan başka kurucuların fonlarına da erişebilir. Alım satımın takası ve saklaması Takasbank ile Merkezi Kayıt Kuruluşu sistemleri entegre biçimde, tam otomasyonla yürür.

Platformda kural olarak katılma payı alım satımı yalnızca TEFAS üzerinden yapılır; özel fonlar, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları ile garantili ve anapara koruma amaçlı fonlar ise platformda işlem göremez. İşlemler belirli saat aralıklarında, öncelik talimatın sisteme giriş saatine göre ve kural olarak Türk Lirası üzerinden gerçekleşir. Talimatlar müşteri bazında iletilir, valör gününde nakit yükümlülükler netleştirilir, süresinde kapatılmayan borç için üye temerrüde düşer. Bu özet, TEFAS'ın kimi kime, hangi kurallarla bağladığını tek başına anlamaya yeter.

TEFAS'ı anlamanın en sağlam yolu, çözdüğü sorundan başlamaktır. Türkiye'de çok sayıda yatırım fonu vardır ve her birini ayrı ayrı kuran kurucular bulunur; bir yatırımcının bütün bu fonlara kendi bankası ya da aracı kurumu üzerinden ulaşabilmesi için ortak bir zemin gerekir. Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu tam da bunu yapar: yatırım fonu katılma paylarının, fon kurucuları tarafından platformdaki dağıtım kuruluşları aracılığıyla satılmasına ve geri alınmasına imkân veren, takası ve saklaması Takasbank ile Merkezi Kayıt Kuruluşu sistemleriyle entegre yürüyen tam otomasyona dayalı bir platformdur. Hukuki dayanağını, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin katılma paylarının merkezi bir dağıtım platformu aracılığıyla alınıp satılabilmesini öngören hükmü ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu yönde aldığı ilke kararları oluşturur.

Platformda kimlerin işlem yapabileceği bellidir. Fon kurucuları, portföy ya da işlem aracılığı faaliyeti için Kurul'dan izin almış yatırım kuruluşları ve fon payı pazarlama ile dağıtımı için izin almış portföy yönetim şirketleri TEFAS'ta işlem yapar. Kurucu olarak işlem yapacak üyelerin ayrı bir kurucu sözleşmesini, dağıtıcı olarak işlem yapacakların ise dağıtım kuruluşu sözleşmesini imzalaması zorunludur. Hangi fonların platformda yer alacağı da sınırlıdır. Kural, üye olan fonların katılma payı alım satımının yalnızca TEFAS üzerinden yapılmasıdır; buna karşılık özel fonlar, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ile garantili ve anapara koruma amaçlı fonlar platformda işlem göremez. Portföy yönetim şirketlerinin kendi müşterilerine yönelik olarak, kurucusu oldukları fonların paylarını platform dışında işleme sokması ise zorunlu değildir. Bir üyenin faaliyetleri Kurul tarafından durdurulursa ya da üye kısa bir dönemde borçlarını tekrar tekrar süresinde kapatmazsa, belirli bir süre platformda işlem

yapamaz hale gelir; ancak kurucunun kısıtlanması, sattığı payları geri alma yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz.

Zamanlama TEFAS'ta özenle düzenlenmiştir. İşlemler Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu sistemlerinin açık olduğu günlerde yapılır; tam iş günlerinde aynı gün valörlü talimatlar için talimat kabulü dokuz ile on üç otuz arasında, ileri valörlü talimatlar için ise dokuz ile on yedi kırk beş arasındadır, yarım günlerde bu saatler öne çekilir. Her işlem gününde, o gün geçerli olacak fon payı fiyatının kurucu tarafından Takasbank sistemine tanımlanması gerekir; fiyat bilgisi olmayan fon için talimat girişine ve işlem gerçekleşmesine izin verilmez. Aynı gün valörlü işlemlerde bu fiyat doğrudan işlem fiyatı olur, ileri valörlü işlemlerde ise gerçekleşme, fiyat valörü tarihindeki fiyata göre yapılır.

İşlem prensipleri de sade bir mantığa oturur. Talimatlar üye ekranlarından ya da web servisiyle iletilir; öncelik, fon bazında talimatın sisteme giriş saatine göre kurulur ve işlemler, Kurul yabancı para birimine izin vermedikçe Türk Lirası üzerinden yapılır. Alım satım talimatları dağıtım kuruluşlarınca müşteri bazında girilir ve adına talimat girilen müşteri hesabının Merkezi Kayıt Kuruluşu sisteminde tanımlı ve işlem yapabilir olması gerekir; serbest fonların payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilir. Fon payı alış talimatı verilirken dağıtım kuruluşu üç seçenekten birini tercih eder: kalanı iptal et emrinde mevcut adet için eşleşme yapıp gerisi iptal olur, kalanı beklet emrinde gerekli tutar tamamlanana kadar parçalı eşleşme sürer ve iptal saatinde artan iptal edilir, tamamını al emrinde ise havuzda yeterli bakiye yoksa talimat hiç sisteme alınmaz. Eşleşmemiş ve limit yetersizliğiyle bekleyen talimatlar gün içinde iptal edilebilir; iptal saatine kadar eşleşmeyenler ise sistemce otomatik iptal edilir.

Paranın el değiştirmesi netleştirme ile yürür. Valör gününde alım satıma ilişkin Türk Lirası nakit tutarlar saat on dörtte, yabancı para tutarları on iki otuzda netleştirilir; önemli bir ayrıntı, netleştirmenin nakit üzerinde yapıldığı, fon payı bazında netleştirme yapılmadığıdır, fon payı aktarımları talimat bazında gerçekleşir. Net Türk Lirası borcu olan üye, bunu saat on beşe kadar borç kapatma hesabına yatırarak kapatır; on beş itibarıyla yerine getirilmeyen Türk Lirası yükümlülük için üye temerrüde düşer ve fonlama limitini aşmamak üzere yükümlülük Takasbank tarafından karşılanır. Yabancı para yükümlülüğünde de aynı mantık on beş kırk beş saatiyle işler. Platformda işlem görecektaki payların kaynağı, kurucunun havuz hesabıdır; kurucu, kendisine gelen alım taleplerini karşılayacak bakiyeyi bu havuzda bulundurmakla yükümlüdür. Üyelere ayrıca fonlama limiti tahsis edilir ve bu limitin kullanılabilmesi için nakit, altın, devlet iç borçlanma senedi, kira sertifikası ya da uygun görülen varlığa dayalı menkul kıymet gibi teminatların verilmesi gerekir; her alım talimatında üye bazında işlem limiti kontrol edilir ve limiti aşan talimat sisteme kabul edilse de işleme alınmaz.

Temerrüt ve onun sonuçları da ayrıntılı biçimde düzenlenmiştir. Valör tarihinde Türk Lirası yükümlülüğünü saat on beş, yabancı para yükümlülüğünü on beş kırk beş itibarıyla yerine getirmeyen üye, ayrıca bir ihbara gerek olmadan temerrüde düşmüş sayılır ve temerrüt faizi öder. Temerrüt faizi hesabında, Merkez Bankası'nın geç likidite penceresi borç verme oranı ile kamu menkul kıymetlerinin işlem gördüğü repo-ters repo pazarlarında, Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası'nda ya da Takasbank Para Piyasası'nda oluşan gecelik ağırlıklı ortalama faizlerden en yüksek olanı esas alınır ve gecikmenin saatine göre belirlenmiş bir katsayı uygulanır. Kendi yükümlülüğünü yerine getirdiği halde

karşı tarafın temerrüdü yüzünden alacağını alamayan üyeye, temerrüde düşenden tahsil edilen faizin üçte ikisi oranında mağduriyet ödemesi yapılır. Temerrüt valör gününde kapanmazsa üyeye ertesi iş günü belirli bir saate kadar süre verilir; bu süre de aşılsa Takasbank üyenin teminatlarına başvurarak, gerekli malvarlığını organize ya da tezgahüstü piyasalarda satıp temerrüt tutarını tahsil eder.

Son olarak platformun ücret düzeni iki koldan yürür. Bir yanda dağıtım kuruluşuna ödenen aracılık komisyonu vardır; bu komisyon, kurucunun sisteme tanımladığı fon yönetim ücretinin belirli bir oranıdır ve dağıtım kuruluşunun gün sonunda taşıdığı fon payı adedi üzerinden günlük hesaplanıp aylık olarak fon hesabından dağıtım kuruluşuna aktarılır. Öte yanda Takasbank'ın aldığı komisyonlar vardır: fon bazında bir kez alınan üyelik giriş ücreti, tüm üyelerden aylık alınan üyelik aidatı ve gerçekleşen işlemler üzerinden alınan işlem komisyonu. Takasbank ayrıca platformun işlerliğini tehdit eden olağanüstü durumlarda işlem saatlerini değiştirmeye, talimat iletimini durdurmaya ve gereken diğer tedbirleri almaya yetkilidir. Bütün bu kurallar bir araya geldiğinde TEFAŞ, dağınık bir fon dağıtım düzenini tek bir güvenli, otomatik ve merkezi platformda toplayan altyapı olarak belirginleşir.

5.9 · Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu (İşleyişi ve İlgili Düzenlemeler)**Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu (BEFAS): İşleyiş, Talimatlar ve Temerrüt****KISACA**

Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu, kısaca BEFAS, emeklilik yatırım fonlarının katılma paylarının platforma üye emeklilik şirketlerinin müşterilerine satılmasına ve geri alınmasına, bu işlemlerin takas ve saklamasının da Takasbank sistemi üzerinden yürütülmesine imkân veren elektronik bir platformdur. Platformda yalnızca emeklilik branşında faaliyet gösteren ve Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na tabi olan emeklilik şirketleri işlem yapabilir ve üyeler kurucu-dağıtıcı sözleşmesini imzalamak zorundadır. İşlemler Türk lirası üzerinden yürür ve önceliği fon bazında talimatın platforma giriş saati belirler. Fon dağıtım kuruluşları alım talimatlarını tutar, satım talimatlarını ise adet üzerinden iletir; her alım talimatı için üye bazında bir işlem limiti kontrolü yapılır ve bu limit, üyenin Takasbank'a verdiği teminatlara göre tahsis edilen fonlama limitine dayanır. Eşleşen işlemlerin nakit tutarları valör gününde saat 14:00 itibarıyla netleştirilir; yükümlülüğünü belirlenen saate kadar yerine getirmeyen üye ise temerrüde düşer. Bu özet, platformun kimlerce, hangi para birimiyle ve hangi öncelik kuralıyla işletildiğinin çerçevesini verir; ayrıntılar talimat türleri, teminatlar ve temerrüt hükümlerinde belirlenmiştir.

BEFAS, emeklilik yatırım fonlarının katılma paylarının alınıp satılabildiği ve bu işlemlerin takası ile saklamasının Takasbank tarafından yürütüldüğü elektronik bir platformdur. Hukuki dayanağı üç katmanlıdır: 2019 yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı'nda emeklilik şirketlerinin üye olacağı bir platform kurulması kararı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019 tarihli kararı ve Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun bireysel emeklilik sistemine ilişkin genelgesinde yaptığı değişiklik. Platformda yalnızca emeklilik branşında faaliyet gösteren ve Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na tabi emeklilik şirketleri işlem yapabilir; bu şirketlerin kurucu ve dağıtıcı sözleşmesini imzalaması, operatör üye olarak yetkilendirilen yatırım kuruluşlarının ise ayrı bir taahhütnameyi imzalaması zorunludur. Platformda yalnızca ilgili Kurum genelgesi kapsamında işlem zorunluluğu getirilen fon türleri işlem görür; bir şirketin ya da grup şirketinin kendi kurduğu fonları kendi katılımcıları için BEFAS üzerinden işleme sokması ise zorunlu değildir. Bir kurucunun faaliyeti durdurulduğunda platformda işlem yapamaz, ancak bu kısıtlama daha önce sattığı fon paylarını geri alma yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz.

Platformun çalışma saatleri Takasbank tarafından belirlenir ve işlem türüne göre farklılaşır. İleri valörlü işlemlerde talimat kabulü tam iş günlerinde saat 09:00 ile 17:30, yarım günlerde 09:00 ile 12:30 arasındadır; eşleşmeyen talimatlar tam günde saat 17:35'te, yarım günde 12:35'te otomatik olarak iptal edilir. Valör atlatma saati tam günde 13:30, nakit netleştirme saati 14:00 ve temerrüt başlangıcı 15:00'tir. Her işlem gününde geçerli olacak fon payı fiyatları, operatör üye tarafından Takasbank'ın belirlediği geç fiyat bildirim saatine kadar sisteme tanımlanır; bu saatten sonra fiyat bildirmeye ya da güncellemeye izin verilmez. Bildirilen fiyat, fonun platformdaki son fiyatı üzerinden Takasbank'ın

belirlediği maksimum fiyat marj oranıyla hesaplanan aralığın içinde olmak zorundadır, aksi halde kabul edilmez. Fiyat bilgisi bulunmayan fonlar için ne talimat girişine ne de işleme izin verilir.

Platforma talimatlar, üye temsilcilerinin Takasbank ekranlarından giriş yapmasıyla ya da web servis teknolojisiyle iletilir ve işlemlerde öncelik, fon bazında talimatın platforma giriş saatine göre belirlenir. Alım satım talimatları fon dağıtım kuruluşlarınca katılımcı hesabı bazında iletilir; talimatın işleme alınabilmesi için adına talimat girilen katılımcı hesabının Takasbank'ta tanımlı bir sicil numarasına sahip ve işlem yapabilir nitelikte olması gerekir. Talimatın tanımlandığı gün, alım işlemlerinde ilgili adet fon payı kurucunun ihraç havuzu hesabında, satım işlemlerinde ise katılımcının saklama hesabında bloke edilir. Fon payı alış talimatı iletilirken dağıtım kuruluşu üç talimat türünden birini seçer: kalanı iptal et talimatında mevcut adet için eşleştirme yapılır ve eşleşmeyen kısım iptal olur; kalanı beklet talimatında gerekli tutar tamamlanıncaya kadar parçalı eşleşme sürer, iptal saatinde eşleşmeyen kısım iptal edilir; tamamını al talimatında ise havuzda işlemin tamamını karşılayacak bakiye yoksa talimat sisteme hiç alınmaz. Eşleşmemiş talimatlar gün içinde her an, eşleşmiş talimatlar ise kurucu ya da operatör üyenin belirlediği iptal son saatine kadar iptal edilebilir.

Platformda işlem yapabilmek teminat vermeye bağlıdır. Teminat olarak Türk lirası, ABD doları ve euro cinsinden nakit, Borsa'da işlem gören standartta altın, Türk lirası cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetleri ve kira sertifikaları ile Takasbank'ın uygun gördüğü varlığa dayalı menkul kıymetler kabul edilir. Takasbank her üyeye yaptığı değerlendirme sonucunda bir fonlama limiti tahsis eder ve bu limitin kullanılabilmesi için sayılan teminatlardan bir ya da birkaçının verilmesi gerekir; teminatların değeri, türü bazında belirlenen değerlendirme katsayısı uygulanarak bulunur. Örneğin değerlendirme katsayısı yüzde doksan olan bir üye beş yüz elli bin liralık teminat verdiğinde teminatının değerlendirilmiş tutarı dört yüz doksan beş bin lira olur ve kullanılabilir limiti bu tutarla sınırlanır. Platforma iletilen her alım talimatı için üye bazında işlem limiti kontrolü yapılır; işlem limiti, kullanılabilir fonlama limitine üyenin Türk lirası nakit borç kapatma hesabı bakiyesi ve valör günü gelen satış talimatları toplamı eklenip eşleşen alım talimatları düşülerek hesaplanır. Bu limiti aşan talimatlar sisteme kabul edilir ama işleme alınmaz; talimatın işleme girebilmesi için tamamını karşılayacak kadar limitin açılması gerekir, aksi halde iptal son saatinde otomatik olarak iptal edilir. Alım talimatları tutar, satım talimatları ise adet üzerinden iletilir.

Eşleşen ileri valörlü talimatlar valör tarihine kadar sistemde bekletilir ve o tarihte operatör üyenin girdiği geçerli fon payı fiyatı üzerinden işleme alınır. Eşleşerek bekleyen talimatların Türk lirası nakit tutarları valör gününde saat 14:00 itibarıyla netleştirilir; fon payı bazında netleştirme yapılmaz, fon payı aktarımları talimat bazında katılımcı hesaplarına yansıtılır. Net nakit yükümlülükler saat 15:00'a kadar BEFAS Borç Kapatma Hesabı'na yatırılarak yerine getirilir; bu saate kadar yükümlülüğünü karşılamayan üye temerrüde düşer ve yükümlülüğü, fonlama limitini aşmamak üzere teminatı karşılığında kredi kullanılarak Takasbank tarafından kapatılır. Net nakit alacaklar ise üyelerin Takasbank'taki serbest cari hesaplarına aktarılır. Temerrüt cezasının hesabında, kamu menkul kıymetlerinin işlem gördüğü repo- ters repo pazarı ile TCMB Bankalararası Para Piyasası ve Takasbank Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faizlerden en yükseği esas alınır; ceza, temerrüt tutarının bu oran ve yükümlülüğün yerine getiriliş saatine bağlı bir katsayıyla çarpılıp üç yüz altmışa bölünmesiyle bulunur. Yükümlülüğünü yerine getirdiği halde karşı tarafın temerrüdü yüzünden alacağını alamayan üyeye,

tahsil edilen temerrüt cezasının üçte ikisi mağduriyet ödemesi olarak yapılır. Temerrüt cezası tahakkuk eden üye, itirazını en geç üç iş günü içinde Takasbank'a iletebilir ve itiraz, Takasbank bünyesindeki Temerrüt Komitesi'nce değerlendirilir.

Platformda iki tür komisyon söz konusudur. Bunlardan ilki, fon dağıtım kuruluşuna ilgili fonun Takasbank'taki serbest hesabından ödenen aracılık komisyonudur; operatör üyenin sisteme tanımladığı fon işletim gider kesintisinin belirli bir oranı olarak belirlenir ve kurucuların kendi fonlarına dağıtım kuruluşu sıfatıyla yaptığı işlemler için hesaplanmaz. İkincisi ise Takasbank'ın aldığı komisyonlardır: işlem görecekt her fon için fon bazında bir kez alınan üyelik giriş ücreti, üye emeklilik şirketlerinden aylık dönemlerde tahsil edilen üyelik aidatı ve platformda gerçekleştirilen işlemler üzerinden alınan işlem komisyonu. Son olarak Takasbank, platformun işlerliğinin ve güvenilirliğinin olumsuz etkileneceğini öngördüğü olağanüstü durumlarda işlem saatlerini değiştirmek, talimat iletimini durdurmak ve gereken diğer her türlü tedbiri almakla yetkilidir.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.1 • Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları

Paranın Zaman Değeri: Faiz, Bugünkü ve Gelecekteki Değer Hesaplamaları

KISACA

Bir ekonomide cari geliri cari harcamasını aşan birimler tasarruf eder; yatırım ise bugünkü tüketimden gelecekte daha fazla tüketebilmek için belirli bir süre vazgeçmektir. Bu erteleme ödülüne veya bugün fazla harcamanın bedeline paranın zaman değeri denir. Fiyatların sabit ve geleceğin belirsizlikten arınmış olduğu varsayımsal bir ortamda buna saf zaman değeri denirken, gerçek dünyada yatırımcının talep ettiği gerekli getiri oranı fondan vazgeçilen zamanı, satın alma gücündeki değişimi ve gelecekteki ödemelerin belirsizliğini birlikte karşılar.

Bu başlık, söz konusu ödül sayısallaştıran hesaplama tekniklerini toplar. Faiz, borç verilen fonun karşılığı olan gelirdir ve iki temel yöntemle işler: basit faiz yalnızca anaparaya, bileşik faiz ise her dönem faize eklenen faize dayanır. Bileşiklemenin yıl içinde sıklaşması efektif yıllık oranı yükseltir; sınır durumunda sürekli bileşik faize ulaşılır. Aynı çatı altında gelecekteki değer ve bugünkü değer hesaplamaları, bir defalık ve seri nakit akışları, dönemsel eşit ödemeleri ifade eden anüiteler ile sonsuza uzanan perpetüiteler ele alınır. Bu araçlar, finansın geri kalan bütün değerlendirme konularının ortak dilini oluşturur.

Paranın zaman değerini kavramak için işin kökenindeki tercihe bakmak gerekir. Cari geliri cari giderinden fazla olan bir birim, aradaki fazlayı tasarruf eder ve gelecekte daha çok tüketebilmek umuduyla bu tasarrufun bugünkü kullanımından bir süreliğine vazgeçer; işte yatırım budur, yani cari tüketimin ertelenmesidir. Tüketimini erteleyen birim gelecekte daha fazlasını beklerken, cari açığı olup bugün gelirinden fazla harcayan birim de gelecekte daha az tüketmeye razı olur. Bu iki tarafı buluşturan denge bedeli paranın zaman değeridir. Fiyatlar genel düzeyinin değişmediği ve belirsizliğin bulunmadığı düşünsel bir ortamda bugünkü ile gelecekteki tutar arasındaki değişimin karşılığına paranın saf zaman değeri denir. Gerçek hayatta ise değişim üç unsuru birden karşılamak zorundadır: fonlardan vazgeçilen zaman, paranın satın alma gücündeki değişim ve gelecekteki ödemelere ilişkin belirsizlik. Yatırımcının fonundan vazgeçmesi karşılığında istediği bu ödüle gerekli getiri oranı adı verilir.

Hesaplamalar çoğu zaman borç verme ve borç alma süreciyle anlatılır, çünkü bu süreç konuyu sadeleştirir. Borç verilen fonun karşılığında talep edilen gelire, borç alanın katlandığı bedele faiz denir; yıllık faizin fon tutarına oranı ise faiz oranıdır. Hesaplama tekniğine göre iki tür faiz vardır. Basit faiz, yatırım süresi boyunca yalnızca anapara üzerinden işler; bugünkü değere bir artı faiz oranı ile dönem sayısının çarpımının eklenmesiyle bulunan katsayının çarpılması, gelecekteki değeri verir. Bileşik faizde ise her dönemin faizi anaparaya eklenir ve bir sonraki dönemin faizi bu büyümüş tutar üzerinden hesaplanır; gelecekteki değer, bugünkü değer bir artı faiz oranının dönem sayısı kadar üssüyle çarpımıdır. İki yöntemin farkı uzun vadede belirginleşir: basit faiz doğrusal, bileşik faiz üstel büyür. Yüzde on faizle elli yıl tutulan bin liralık bir mevduat, kaynağın verdiği örnekte yaklaşık yüz on yedi bin üç

yüz doksan liraya ulaşır; bunun binini anapara, beş binini basit faiz oluştururken kalan yüz on bir bin liradan fazlası tümüyle faizin faizinden, yani bileşik etkiden doğar.

Uygulamada faiz genellikle yıl içinde birden çok kez, örneğin altışar aylık, aylık ya da günlük dönemlerde işletilir. Daha sık bileşikleme getiriye yükselttiği için gerçek yıllık maliyet, bankanın duyurduğu basit faiz oranından yüksek olur. Bu gerçek orana efektif yıllık faiz oranı denir ve bir artı yıllık oranın dönem sayısına bölünmüş halinin, dönem sayısı kadar üssünden bir çıkarılarak hesaplanır. Kaynaktaki örnekte yıllık yüzde yirmilik oranın yarıyıl bileşiklenmesi efektif olarak yüzde yirmi bire, yüzde sekizlik oranın çeyreklik bileşiklenmesi de yüzde sekiz virgöl yirmi dörde karşılık gelir. Bileşikleme dönem sayısı teorik olarak sonsuza götürüldüğünde sürekli bileşik faize ulaşılır; bu durumda efektif oran, yaklaşık iki virgöl yetmiş bir sekiz yüz yirmi sekiz değerindeki sabit sayının yıllık orana üssünden bir çıkarılarak bulunur ve özellikle opsiyon fiyatlaması gibi türev alanlarında bu ifade tercih edilir.

Zaman değeri hesaplamaları esasen iki yöne bakar: bugünkü bir tutarın gelecekte ulaşacağı gelecekteki değer ve gelecekteki bir tutarın belirli bir indirgeme oranıyla bugüne taşınmış bugünkü değeri. Gelecekteki bir tutarın bugünkü değeri, o tutarın bir artı iskonto oranının vade kadar üssüne bölünmesiyle elde edilir. Nakit akışları ise yapısına göre sınıflandırılır. Bir defa gerçekleşen bir akış tek başına indirgenir ya da ileriye taşınır. Dönemler itibarıyla birbirinden farklı seri akışlarda her dönemin akışı ayrı ayrı hesaplanıp toplanmaktan başka yol yoktur. Dönemsel aralıkları eşit, tutarları ve yönleri aynı olan akışlar ise anüite adını alır ve bir bütün olarak ele alınabilir; anüitenin gelecekteki değeri bir artı faizin vade üssünden bir çıkarılıp faize bölünen çarpanla, bugünkü değeri ise bir eksi bir artı faizin negatif vade üssünün faize bölünmesiyle hesaplanır. Ödemelerin dönem başında yapıldığı durumlarda bu ifade bir artı faizle bir kez daha çarpılarak düzeltilir.

Sonsuza uzanan sabit ödemeli seriler perpetüite olarak adlandırılır. Kaynak, süresiz temettü ödeyen bir hisse, el değiştirmesi düşünülmeyen bir kira geliri ya da teorik bir sürekli tahvili buna örnek gösterir. Sabit perpetüitenin bugünkü değeri, dönemsel sabit ödemenin iskonto oranına bölünmesiyle basitçe bulunur; örnekte yıllık seksen bin liralık kira geliri yüzde kırk gerekli getiriyle iki yüz bin liralık bir değere karşılık gelir. Ödemeler her dönem sabit bir oranda büyüyorsa büyüyen perpetüite kullanılır ve değer, gelecek yılın ödemesinin gerekli getiri ile büyüme oranı arasındaki farka bölünmesiyle elde edilir; bu ifadenin geçerli olması için gerekli getirinin büyüme oranından büyük olması şarttır, aksi halde değer sonsuza gider. Bu son formül, ileride hisse değerlemesinde karşılaşılabilecek Gordon modelinin de çekirdeğini oluşturur ve böylece bu başlıkta öğrenilen araçlar sonraki bütün değerlendirme konularına köprü kurar.

6.2 · Getiri ve Risk

Getiri ve Risk: Ölçüm Yöntemleri, Çeşitlendirme ve Risk Primi

KISACA

Fiziksel varlıklar birçok özelliğiyle değerlendirilirken finansal varlıklar yalnızca iki ölçüte indirgenir: getiri ve risk. Bir finansal varlık iki tür gelir sağlayabilir; nakit temettü ya da faiz gibi dönemsel gelirler ile fiyat hareketinden doğan sermaye kazancı veya kaybı. Tek dönemlik elde tutma getirisi tek biçimde hesaplanırken çok dönemli getiri için aritmetik ortalama, bileşik mantığa dayanan geometrik ortalama, nakit hareketlerini içeren para-ağırlıklı getiri ve yöneticiyi adil kıyaslayan zaman-ağırlıklı getiri gibi farklı yollar vardır.

Risk ise beklenen durumdan sapma olasılığıdır ve en yaygın olarak varyans ile onun karekökü standart sapma yoluyla ölçülür; yalnızca kötü sürprizlerle ilgilenen yatırımcılar için semivaryans devreye girer. Bir portföyün riski, tek tek varlıkların riskinin ağırlıklı ortalaması değildir; varlıkların birlikte hareketini ölçen kovaryans ve korelasyon, çeşitlendirme yoluyla riski artırabilir ya da azaltabilir. Beklenen getiri ile risk arasında pozitif bir ilişki bulunur ve fazladan alınan riskin karşılığı risk primidir. Getiriler her zaman normal dağılmadığından çarpıklık, basıklık ve likidite gibi ek özellikler de dikkate alınmalıdır.

Finansal varlıkların değerlendirilmesini kolaylaştıran en temel gerçek, bu varlıkların yalnızca getiri ve risk olmak üzere iki boyuta indirgenebilmesidir. Bir varlık iki farklı biçimde gelir sağlar: temettü ya da faiz ödemesi gibi dönemsel gelirler ve varlığın fiyatındaki artış ya da azalışın yarattığı sermaye kazancı veya kaybı. Tek bir dönem için hesaplanan getiriye elde tutma getirisi denir ve bu, dönem sonu fiyatı ile dönem başı fiyatı arasındaki farka dönem içindeki nakit gelirin eklenip dönem başı fiyata bölünmesiyle bulunur; örnekte yüz liraya alınan, yüz on liraya çıkan ve dört lira temettü ödeyen bir hisse yüzde on dört getiri sağlar. Elde tutma dönemi birden fazla ise, tek tek dönem getirileri bileşik faiz mantığıyla birbirine bağlanır.

Çok dönemli getiriye tek bir sayıyla özetlemenin farklı yolları vardır ve her biri farklı sonuç verir. En basit yöntem, dönem getirilerinin basit ortalamasını alan aritmetik getiridir; bu her dönem başında aynı tutarın yatırıldığını varsayar. Geometrik getiri ise kazançların yeniden yatırıldığı bileşik mantığa dayanır ve getirilerin çarpımının kök alınmasıyla bulunur. Kaynağın gösterdiği gibi geometrik getiri her zaman aritmetik getiriye eşit ya da ondan küçüktür; eşitlik yalnızca bütün dönem getirileri aynı olduğunda geçerlidir. İkisi arasındaki fark oynaklık arttıkça büyür; kaba bir yaklaşımla geometrik getiri, aritmetik getiriden varyansın yarısı kadar düşük kalır. Tek dönemlik tahminde aritmetik, uzun dönem performansı özetlemede geometrik ortalama tercih edilir. Yatırımcı dönem içinde portföye para ekleyip çekebildiğinde para-ağırlıklı getiri, yani iç verim oranı kullanılır; bu, bütün nakit akışlarının bugünkü değerini sıfıra eşitleyen orandır. Ancak nakit hareketlerinin zamanlaması yöneticinin denetiminde olmadığından, fon yöneticilerini adil kıyaslamak için nakit giriş çıkışlarının etkisini dışlayan zaman-ağırlıklı getiri esas alınır; burada portföy, her büyük nakit hareketinden hemen önce alt dönemlere bölünür ve alt dönem getirileri geometrik olarak birleştirilir. Farklı vadelerdeki yatırımları kıyaslamak için

tüm getiriler aynı bazda ifade edilir, yani dönem getirisine yıl içindeki dönem sayısı kadar faiz tahakkuk ettirilerek yıllıklandırılır. Geleceğe dönük kararlarda ise beklenen getiri, olası getirilerin gerçekleşme olasılıklarıyla ağırlıklandırılmış ortalamasıdır.

Getiri hesabına vergi, enflasyon, giderler ve borçluluk gibi etkenler de girer. Vergi sonrası getiri, vergi öncesi getirinin bir eksi vergi oranıyla çarpımıdır. Nominal getiri reel risksiz faiz, enflasyon ve risk primi bileşenlerinden oluşur; reel getiri, nominal getirinin enflasyondan arındırılmış halidir ve dönemler ile ülkeler arası kıyaslamayı sağlar. Brüt getiriden alım satım komisyonları ile yönetim ve idari giderler düşüldükten sonra net getiriye ulaşılır. Kaldıraç kullanımı ise getiriye büyütür ama yatırımcının borç için ödediği faizin hesaba katılması gerekir.

Risk, beklenen bir durumdan farklı sonuçların ortaya çıkma olasılığıdır. Kaynak, riski belirsizlikten özenle ayırır: risk durumunda olasılıklar nesnel olarak konabilirken, belirsizlikte olasılık dağılımı öznedir. En yaygın risk ölçüsü, getirilerin ortalama etrafındaki dağılımını gösteren varyans ve onun karekökü olan standart sapmadır; yüksek varyans, getirilerin tahmininin güçlüğüne ve riske işaret eder. Örneklem verisiyle çalışırken paydada serbestlik derecesi nedeniyle dönem sayısının bir eksiği kullanılır. Standart sapma hem iyi hem kötü sapmaları simetrik ölçtüğü için, yalnızca kötü sürprizlerle ilgilenen yatırımcılar belirlenen bir hedef getirinin altındaki sapmaları dikkate alan semivaryansı, yani aşağı yönlü sapmayı tercih eder.

Portföy söz konusu olduğunda risk artık ağırlıklı ortalama ile bulunamaz, çünkü varlıkların birbiriyle ilişkisi belirleyici olur. İki değişkenin zaman içinde birlikte hareketini kovaryans ölçer; kovaryansın işareti ilişkinin yönünü verse de büyüklüğü yorumlanamadığı için, kovaryansın varlıkların standart sapmalarına bölünmesiyle elde edilen ve eksi bir ile artı bir arasında değer alan korelasyon katsayısı kullanılır. İki varlıklı bir portföyün varyansı, her varlığın ağırlık ve varyans katkısına, iki varlığın ağırlık, standart sapma ve korelasyonlarının çarpımından doğan çapraz terimin eklenmesiyle bulunur. Kaynağın örneğinde yüksek riskli bir hisse, mevcut hisseyle güçlü negatif korelasyona sahip olduğu için portföye eklendiğinde hem getiriye yükseltmiş hem de riski düşürmüştür; bu, çeşitlendirme etkisinin somut bir göstere midir. Beklenen getiri ile risk arasındaki ilişki pozitifdir: etkin piyasalarda yüksek riske girmeden yüksek getiri beklenemez ve fazladan alınan riskin karşılığı risk primidir. Hazine bonosunda risk primi bulunmazken, vade uzadıkça vade primi, kurumsal borçlanmada kredi ve likidite primi, hisse senedinde ise ilave işletme risk primi devreye girer. Son olarak, getiriler gerçek hayatta çoğu zaman normal dağılmadığından çarpıklık, uç olayların sıklığını gösteren basıklık ve işlem yapma maliyetini etkileyen likidite gibi özellikler de değerlendirmeye katılmalıdır; bu kavramların matematiksel çatısı sonraki portföy ve fiyatlama modellerinin temelini kurar.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.3 · Portföy Teorisi

Portföy Teorisi: Fayda, Çeşitlendirme, Etkin Sınır ve Portföy Seçimi

KISACA

Portföy teorisi, yatırımcının getiri ve riski birlikte gözетerek nasıl en iyi kararı verebileceğini inceler. Temelinde fayda teorisi yatar: rasyonel bireyler tatminlerini en yükseğe çıkarmak ister, ancak servet arttıkça her ek birimin sağladığı fayda azalır, bu yüzden çoğu yatırımcı riskten kaçınır. Riskten kaçınma derecesi kişiden kişiye değiştiği için aynı fayda düzeyini veren getiri-risk bileşimleri kayıtsızlık eğrileri olarak çizilir.

Harry Markowitz'in 1952 tarihli çalışmasıyla kurulan Ortalama-Varyans Modeli, getirinin varyansını istenmeyen bir büyüklük olarak ele alır ve onu azaltmanın en etkili yolu olarak çeşitlendirmeyi gösterir. Varlıklar arasındaki korelasyon düştükçe çeşitlendirmenin gücü artar. Belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi ya da belirli bir getiride en düşük riski sunan portföyler etkin portföylerdir; bunların birleştiği eğri etkin sınırdır. Optimal portföy, etkin sınırın yatırımcının kayıtsızlık eğrisine teğet olduğu noktada oluşur. James Tobin'in Portföy Seçimi Teoremi ise risksiz varlığı ekleyerek kararı iki aşamaya ayırır ve modeli hem basitleştirir hem de zenginleştirir.

Portföy teorisinin çıkış noktası, finansın asıl sorusudur: piyasadaki fiyatlar veri iken bireysel ya da kurumsal yatırımcı nasıl en iyi kararı verir? İdealize edilmiş, sonuçların kesin bilindiği bir dünyada getiriyi ölçmek kolaydır; ama gerçek hayatta karar alan birey arzu edilmeyen sonuçlara maruz kalma olasılığıyla yüz yüzedir. Bu yüzden beklenen fayda, riskten ve bireyin riske karşı tutumundan ayrı düşünülemez ve kurulacak her model beklenen getiriyle riski birlikte içermek zorundadır. Bu birlikteliğin ilk modeli, portföy teorisinin temel taşı sayılan Ortalama-Varyans Modeli'dir.

Modelin altyapısı fayda teorisidir. Fayda, bir varlığa sahip olmanın bireyde uyandırdığı doyum düzeyidir; akılcı bireyler de bu doyumunu olabildiğince büyötmeyi amaçlar. Ne var ki fayda görecelidir ve servete bağlı olarak değişir; servetteki ek bir birimin sağladığı fayda azalarak artar, yani marjinal fayda azalır. Bir fayda fonksiyonunun üç temel özelliği vardır: her bireyinki farklıdır, her zaman pozitif ve azalarak artar. Bu yapı üç farklı tutum doğurur. Servetteki bir birim artışın faydası, aynı miktar azalışın yarattığı kayıptan azsa birey riskten kaçınır; bu iki büyüklük eşitse riske kayıtsızdır; artışın faydası kaybı aşıyorsa riskten hoşlanır. Kaynağın yazı tura örneğinde, beklenen değeri elli lira olan bir bahis ile garantili elli lira arasında riskten kaçınan birey garantiyi seçerken, riskten hoşlanan birey bahsi oynar. Yatırımın sağladığı fayda çoğu zaman, beklenen getiriden riskten kaçınma katsayısı ile standart sapmanın karesinin çarpımının yarısının çıkarılmasıyla sayısallaştırılır; katsayı riskten kaçınanlarda pozitif, kayıtsızlarda sıfır, riskten hoşlananlarda negatiftir ve yüksek katsayı, bir birim ek risk için daha büyük getiri telafisi istendiğini gösterir.

Aynı fayda düzeyini sağlayan farklı getiri-risk bileşimleri iki boyutlu düzleme aktarıldığında kayıtsızlık eğrisi elde edilir. Her fayda düzeyi için bir eğri çizilir ve bu eğriler kuzeybatıya, yani düşük risk yüksek getiri yönüne gidildikçe daha yüksek fayda düzeylerini temsil eder. Riskten kaçınan bir yatırımcının

eğrileri azalan marjinal fayda gereği içbükeydir; eğim ne kadar dikse yatırımcının riske duyarlılığı o kadar yüksektir.

Modelin kurucusu Harry Markowitz, 1952 tarihli çalışmasında beklenen getiriye istenen, getirinin varyansını istenmeyen bir büyüklük olarak ele alan yatırımcı için bir portföy önerdi. Riske hiç bakmadan yalnızca getiriye odaklanan tek amaçlı bir karar süreci optimal portföyü veremez. Markowitz'e göre varyansı azaltmanın en etkili yöntemi çeşitlendirmedir ve bu, modelin en önemli noktasıdır. Korelasyonun etkisi belirleyicidir: tam pozitif korelasyonda çeşitlendirme faydası yoktur, risk doğrusal birleşir; tam negatif korelasyonda uygun ağırlıklarla risk sıfırlanabilir; aradaki değerlerde ise portföy riski bileşenlerin ağırlıklı toplamından düşük kalır ve risk-getiri düzleminde sola kavisli bir eğri oluşur. Eğrinin standart sapmanın en aza indiği noktası ise minimum varyans portföyü olarak anılır.

Piyasadaki tüm varlıklardan kurulabilecek sınırsız portföy, yatırımcının fırsat kümesini oluşturur. Markowitz'in etkinlik ölçütü şudur: belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriye ya da belirli bir getiri için en düşük riski sunan portföyler tercih edilmelidir. Bu kurala uyan portföyler etkin portföylerdir ve onları birleştiren eğri etkin sınır adını alır. Etkin sınır belirlendikten sonra yatırımcı, en yüksek faydayı sağlayacak portföye, yani kayıtsızlık eğrilerinin etkin sınıra teğet olduğu noktaya ulaşmayı hedefler; işte optimal portföy burada oluşur ve riskten kaçınma derecesi farklı yatırımcılar için farklı noktalara denk gelir. Model, beklenen getiri ve riskin ilk kez öznel yargılardan bağımsız, matematiksel olarak ölçüldüğü bir kuramdır ve kovaryans etkisinin önemini görünür kılmıştır.

Markowitz'in tasarımı kuramsal bir dönüm noktası olsa da eleştiri almıştır; getirilerin normal dağıldığı ve yatırımcıların yalnızca riskli varlıklara yatırım yaptığı varsayımları bunların başında gelir. Bu ikinci varsayımı ele alan çalışma James Tobin'e aittir. Tobin, yatırımcıların servetlerini ya riskli ya risksiz varlığa yatıracağı görüşünü reddederek, rasyonel yatırımcının riskli ve risksiz varlıklar arasında paylaştırma yapacağını gösterir. Böylece portföy seçimi iki bağımsız aşamalı bir karara dönüşür. Birinci aşamada yatırımcı, tamamen kişisel tercihine bağlı olarak ne kadar risk üstleneceğine, yani ne kadar risksiz ve riskli varlık tutacağına karar verir. İkinci aşamada portföyün riskli kısmını oluşturacak varlıkları seçer; ama bu seçim, etkin sınır üzerindeki tek bir üstün portföyü belirlemek olduğu için bütün yatırımcılar için aynıdır. Bu iki kararın birbirinden bağımsız olması nedeniyle model Portföy Seçimi Teoremi olarak anılır. Kaynağın vurguladığı bir başka önemli sonuç da çeşitlendirmenin matematiksel bir sınırı olduğudur: eşit ağırlıklı bir portföyde varlık sayısı sonsuza yaklaştıkça tekil varlıkların özel riski kaybolur, ancak portföy varyansı varlıklar arası ortalama kovaryansa yakınsar. Çeşitlendirmeyele yok edilemeyen bu ortalama riske ilerideki fiyatlamada modellerinde sistematik risk, yani piyasa riski adı verilecektir.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.4.1 • Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM): Beta, Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu ve Alfa

KISACA

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, sermaye piyasası dengede iken riskli varlıkların beklenen getirileriyle riskleri arasındaki ilişkiyi açıklayan ilk denge modelidir. Sharpe, Lintner ve Mossin tarafından bağımsız olarak geliştirilmiştir. Modelin çıkış noktası Sermaye Piyasası Doğrusu'dur; bu doğru yalnızca iyi çeşitlendirilmiş etkin portföyler için, toplam risk yani standart sapma karşılığında talep edilen risk primini gösterir. Ancak tekil varlıkların risk-getiri ilişkisini açıklayamaz. Model bir adım öteye geçerek riski, toplam risk yerine yalnızca çeşitlendirmeye yok edilemeyen sistematik bileşenle ölçer. Bir varlığın sistematik riski, getirisinin pazar portföyünün getirisindeki değişimlere duyarlılığını gösteren beta katsayısıyla ifade edilir. Buna göre bir varlığın beklenen getirisi, risksiz faiz oranına, betası ile pazarın risk priminin çarpımının eklenmesiyle bulunur. Bu ilişkinin grafiği Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu'dur ve hem portföyler hem tekil varlıklar için geçerlidir. Bir varlığın beklenen getirisiyle doğru üzerindeki adil getirisi arasındaki farka alfa denir ve menkul kıymet analizinin amacı sıfırdan farklı alfa taşıyan varlıkları bulmaktır.

Portföy teorisi ve onun üzerine kurulu sermaye pazarı teorisinden sonra, riskli varlıkların fiyatlarını açıklamak üzere iki önemli fiyatlama teorisi geliştirildi; bunlardan ilki Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'dir. Model, sermaye piyasasındaki denge durumunu ve varlıkların risk ile beklenen getirileri arasındaki ilişkiyi matematiksel olarak açıklamayı amaçlayan ilk denge modelidir. İki temel işe yarar. Birincisi, bir varlığın riski veri iken sağlaması gereken adil getiriyi belirleyerek onun düşük, yüksek ya da doğru fiyatlandığına karar vermemizi sağlar. İkincisi, henüz işlem görmeyen varlıkların, örneğin ilk kez halka arz edilecek bir hissenin beklenen getirisini kestirmeye yardımcı olur. Markowitz'in çalışmasından on iki yıl sonra Sharpe, Lintner ve Mossin birbirinden bağımsız olarak neredeyse eş zamanlı geliştirdiği için model kimi zaman bu üç ismin adıyla anılır.

Modelin temelinde Sermaye Piyasası Doğrusu bulunur. Bu doğru, iyi çeşitlendirilmiş etkin bir portföyün getirisinin, risksiz varlığın getirisi ile üstlenilen risk karşılığında talep edilen risk priminin toplamından oluştuğunu söyler; risk primi, portföyün standart sapması ile riskin pazar fiyatının çarpımıdır ve riskin pazar fiyatı, pazarın risk primi bölü pazarın standart sapmasıdır. Ne var ki bu doğru risk-getiri ilişkisinin tam bir açıklamasını sunmaz; çünkü riski toplam volatilité olarak tanımlar ve yalnızca sistematik olmayan riskin çeşitlendirmeye silindiği etkin portföyler için geçerlidir. Tekil bir varlığın toplam riski sistematik olmayan bileşeni de içerdiğinden, doğru bu varlıklar için işlemez.

Model bu eksiği gidermek için riski yeniden tanımlar. Standart sapma ile ölçülen toplam riskin yerini, çeşitlendirmeye yok edilemeyen sistematik risk alır. Bir varlığın sistematik riski, getirisinin varsayımsal pazar portföyünün getirisindeki değişimlere gösterdiği duyarlılığı ölçen beta katsayısıyla ifade edilir; beta, varlığın getirisi ile pazar portföyünün getirisi arasındaki kovaryansın pazar portföyünün varyansına oranıdır. Model çeşitli varsayımlara dayanır: yatırımcılar riskten kaçınır ve ortalama-varyans

temelinde optimizasyon yapar, girdilere ilişkin homojen beklentilere ve aynı tek dönemlik yatırım ufkuna sahiptir; piyasa tam rekabetçidir, işlem maliyeti ve vergi yoktur, varlıklar sonsuz bölünebilir ve herkes risksiz faizden istediği kadar borç alıp verebilir. Bu varsayımların çoğu gerçekçi olmasa da modern bilim anlayışına göre bir teori, varsayımlarının gerçekçiliğiyle değil olguları açıklama ve öngörme başarısıyla değerlendirilir.

Homojen beklentiler altında bütün yatırımcılar aynı optimal riskli varlık portföyünü seçer; denge durumunda bu portföy pazar portföyü olmalıdır, çünkü tek tek yatırımcıların portföyleri toplandığında pazar portföyü elde edilir. Her varlık bu portföyde pazar değerinin toplam pazar değerine oranı kadar yer alır. Böylece bütün yatırımcılar pazar portföyü ile risksiz varlığın bir bileşimine yatırım yapar; bu sonuç Yatırım Fonu Teoremi olarak da bilinir ve bir pazar endeksine yatırım yapan pasif stratejinin etkin olduğunu gösterir. Türkiye bağlamında bunun pratik karşılığı, sermayenin bir kısmını geniş bir hisse endeks fonuna, kalanını Hazine borçlanma araçlarına ayırmaktır.

Betanın devreye girmesiyle bir varlığın risk primi, betası ile pazarın risk priminin çarpımına eşitlenir; dolayısıyla varlığın beklenen getirisi, risksiz faiz oranına bu çarpımın eklenmesiyle bulunur. Bu beklenen getiri-beta ilişkisi modelin en yaygın kullanılan ifadesidir. Pazar portföyünün betası tanım gereği birdir; risksiz varlığın betası sıfırdır. Betası birden büyük varlıklar pazara ortalamadan daha duyarlı olduğu için agresif, betası birden küçük olanlar defansif diye adlandırılır; negatif beta ise varlığın pazarla ters hareket ettiğini gösterir. Bu ilişkinin grafiksel ifadesi Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu'dur ve Sermaye Piyasası Doğrusu'ndan farklı olarak hem iyi çeşitlendirilmiş portföyler hem de tekil varlıklar için geçerlidir. Denge durumunda bütün doğru fiyatlanmış varlıklar bu doğru üzerinde yer alır.

Bir varlığın gerçek beklenen getirisi ile doğrunun öngördüğü adil getiri arasındaki farka o varlığın alfası denir. Düşük fiyatlanmış, yani alfası pozitif varlıklar doğrunun üzerinde; yüksek fiyatlanmış, alfası negatif varlıklar doğrunun altında yer alır ve arbitraj mekanizması onları zamanla dengeye çeker. Menkul kıymet analizinin amacı alfası sıfırdan farklı varlıkları bulmaktır; fon yöneticisi pozitif alfalı varlıkların ağırlığını artırır, negatif alfa lıların ağırlığını azaltır. Beta uygulamada iki yolla tahmin edilebilir: kovaryansın varyansa oranı üzerinden ya da varlığın getirileri ile pazar getirileri arasında kurulan regresyonun eğim katsayısı olarak. Bu regresyon eşitliği menkul kıymet karakteristik doğrusu olarak adlandırılır ve tahminin istatistiksel güvenilirliğini sınamaya imkân verdiği için tercih edilir. Uygulamada, geleceğe dönük teorik pazar portföyü gözlemlenemediği için gözlemlenebilen bir endeks kullanılarak tahmin edilen endeks modeli ile pazar modeli devreye girer; bunların beta katsayısı, tek farkı hipotetik pazar portföyü yerine bir endeks kullanmak olmak üzere, modelin beta katsayısıyla aynıdır.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.4.2 · Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFT): Faktör Modelleri ve Arbitrajsız Denge

KISACA

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, riskli varlıkların beklenen getirilerini açıklamada Ross tarafından geliştirilen çok faktörlü bir yaklaşımdır. Çıkış noktası, benzer nitelikteki varlıkların farklı fiyatlardan işlem görmesinden risksiz kazanç sağlayan arbitrajın piyasada sürekli var olamayacağıdır. Teori, menkul kıymet getirilerinin bir faktör modeliyle üretildiği, çeşitlendirme için yeterli sayıda varlık bulunduğu ve arbitraj fırsatı olmadığı olmak üzere üç önermeye dayanır.

Tek faktör modelinde bir varlığın getirisi, beklenen getirisine, ortak makro faktöre olan duyarlılığının faktörle çarpımının ve şirkete özgü hata teriminin eklenmesiyle oluşur; çok faktörlü modelde birden fazla sistematik faktör yer alır. Çok sayıda varlık içeren iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan risk neredeyse tamamen kaybolur, geriye yalnızca faktör riski kalır. Arbitrajın olmaması için faktör betaları eşit olan iyi çeşitlendirilmiş portföylerin beklenen getirilerinin de eşit, risk primlerinin ise faktör betalarıyla orantılı olması gerekir. Böylece modelin sonucu, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ninkine benzer bir beklenen getiri-risk ilişkisidir; ancak referans olarak pazar portföyünü zorunlu kılması onu daha esnek yapar.

Standart fiyatlama modelleri ortalama-varyans etkinliğini temel alır ve yatırımcının beklenen getiri ile varyans üzerinden seçim yaptığını varsayar. Riskli varlık fiyatlarını açıklamada çok faktörlü bir yaklaşımı formel biçimde ilk kez ortaya koyan Ross olmuştur. Ross'un yaklaşımı, getirileri belirleyen süreç veri iken, arbitraj imkânının olmaması koşulu üzerinden fiyatların nasıl belirlendiğini gösterir. Varlıkların yanlış fiyatlanmasından yararlanarak risksiz kazanç elde etme işlemine arbitraj denir; benzer nitelikteki bir varlığın farklı fiyatlardan eşanlı alınıp satılmasıyla fiyat farkından kazanç umulur. Sermaye piyasası teorisinin en temel ilkesi, denge fiyatlarının rasyonel olması sonucunda böyle bir fırsatın var olamayacağıdır; gözlemlenen bir arbitraj imkânı, piyasa güçlerini hemen dengeye getirmek üzere harekete geçirir.

Bir menkul kıymetin toplam riski piyasa riski ile şirkete özgü risk olarak ikiye ayrılır. Çok faktörlü modeller, çok boyutlu sistematik riski daha ayrıntılı incelemeye ve ekonomik büyüme, faiz, enflasyon, enerji fiyatları gibi bütün varlıkları değişen derecelerde etkileyen faktörler karşısındaki riskleri ölçmeye imkân tanır. Arbitraj olmaması koşuluna dayanarak faktör modelleriyle beklenen getiri-risk ilişkisini açıklama yaklaşımı Arbitraj Fiyatlama Teorisi olarak adlandırılır. En yalın haliyle tek faktör modeli, bir varlığın gerçek getirisini üç parçaya ayırır: dönem başındaki beklenen getiri, ortak makroekonomik faktördeki öngörülme-geçirilen gelişmeden doğan ve varlığın bu faktöre duyarlılığı olan beta ile çarpılan bileşen, ve şirkete özgü hata terimi. Ortak faktör beklenen değerinden sapmayı ölçtüğü için beklenen değeri sıfırdır; şirkete özgü terimler hem birbirleriyle hem de faktörle korelasyonsuz kabul edilir. Getiriler birden fazla sistematik faktörden etkilendiğinde tek faktör yetersiz kalır; bu durumda her

faktör kendi duyarlılık katsayısıyla modele girer ve menkul kıymetlerin farklı faktörlere farklı duyarlılık gösterebileceği daha gerçekçi biçimde yakalanır.

Teorinin kalbi, iyi çeşitlendirilmiş portföylerin davranışında yatar. Bir portföyün varyansı sistematik ve sistematik olmayan bileşenlere ayrılır; eşit ağırlıklı bir portföyde sistematik olmayan varyans, tekil varlıkların ortalama sistematik olmayan varyansının varlık sayısına bölünmüş halidir. Varlık sayısı arttıkça bu bileşen sıfıra yaklaşır. Böylece iyi çeşitlendirilmiş bir portföy, sistematik olmayan riskin ihmal edilebilir düzeye indiği ve getirinin neredeyse tümüyle faktör tarafından açıklandığı bir portföy olarak tanımlanır; getirisi, beklenen getiriye portföy betası ile faktörün çarpımının eklenmesiyle ifade edilebilir.

Arbitraj argümanı buradan yürür. Kaynağın örneğinde, aynı faktör duyarlılığına sahip iki iyi çeşitlendirilmiş portföyün farklı getiri sunması mümkün değildir; farklı olursa yatırımcı yüksek getirenisini alıp düşük getirenisini satarak, faktör betaları birbirini götürdüğü için hiçbir faktör riskine maruz kalmadan risksiz kazanç sağlar. Bu işlemler getiriler eşitlenene kadar sürer. Dolayısıyla denge durumunda faktör betaları eşit olan iyi çeşitlendirilmiş portföylerin beklenen getirileri de eşit olmalıdır. Bir başka sonuç, faktör betaları farklı olan portföylerin risk primlerinin faktör betalarıyla orantılı olmasıdır; başka bir deyişle beklenen getiriler, risksiz varlığın getirisinden geçen bir doğru üzerinde yer alır. Arbitraj fırsatlarının olması durumunda, riskten kaçınma derecesine göre sınırlı ayarlama yapan risk-getiri argümanının aksine, yatırımcılar alabildikleri kadar büyük pozisyon almaya çalışır; bu yüzden az sayıda yatırımcının işlemi bile dengeyi hızla sağlar. Modelin dayandığı üç önerme şudur: getiriler bir faktör modeliyle ifade edilebilir, çeşitlendirme için yeterli sayıda varlık vardır ve piyasalar sürekli arbitraja izin vermeyecek kadar iyi çalışır. Bu üçüncü koşul tek fiyat kanununa dayanır; aynı nitelikteki iki varlık aynı fiyattan işlem görmelidir.

Tek faktör olarak pazar portföyü alındığında model, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne benzer bir beklenen getiri-beta ilişkisine dönüşür ve iyi çeşitlendirilmiş pazar portföyünün betası tanım gereği bir olur. Bu ilişki neredeyse bütün tekil menkul kıymetler için de geçerlidir; çünkü yalnızca birkaç varlığın ilişkiyi ihlal etmesinin iyi çeşitlendirilmiş bir portföy üzerindeki etkisi ihmal edilebilir. İki teori arasındaki temel fark önemlidir: Arbitraj Fiyatlama Teorisi, referans portföyün mutlaka pazar portföyü olmasını gerektirmez; doğru üzerinde yer alan herhangi bir iyi çeşitlendirilmiş portföy referans olarak alınabilir. Pazar portföyünün gözlemlenememesi sorununu taşımadığı ve yalnızca arbitraj olmaması koşuluna dayandığı için daha esnek bir modeldir. Buna karşılık, standart modelin öngördüğü ilişki hem portföyler hem de her tekil varlık için geçerliiyken, arbitraj temelli ilişkinin her tekil varlık için tam olarak geçerli olduğunu söylemek güçtür; bu yüzden hiçbir yaklaşımın diğerini tümüyle geçersiz kıldığı iddia edilemez.

6.4.3 · Diğer Modeller

Çok Faktörlü Varlık Fiyatlama Modelleri: Makro Faktörler, Fama–French ve Momentum

KISACA

Standart fiyatlama modelleri ile temel arbitraj yaklaşımının yanında, riskli varlık getirilerini daha iyi açıklamak için geliştirilmiş çok sayıda alternatif model vardır. Bir yanda standart modelin sıfır betalı, tüketim temelli ve dönemlerarası gibi türevleri, diğer yanda arbitraj teorisini ampirik zemine taşıyan çok faktörlü modeller yer alır. Çok faktörlü yaklaşımın temel sıkıntısı, hangi sistematik faktörlerin ve risk primlerinin seçileceğine dair bir yol göstermemesidir.

Bu boşluğu farklı çalışmalar doldurur. Chen, Roll ve Ross ekonominin genel durumunu temsil ettiğini düşündükleri beş makroekonomik faktör seçmiştir. Fama ve French ise makro faktörler yerine şirket karakteristiklerini kullanarak büyüklük ve değer etkilerini pazar faktörüne ekleyen üç faktörlü bir model önermiştir. Carhart bu modele momentum faktörünü ekleyerek dört faktörlü modeli oluşturmuştur. Zaman içinde kâr payı verimi, oynaklık ve kalite gibi başka faktörler de denenmiştir. Bir faktörün gerçek bir risk faktörü sayılabilmesi için güçlü akademik desteğe, kalıcı bir risk primine, hem normal hem kriz koşullarında geçmişe ve likit varlıklarda uygulanabilirliğe sahip olması beklenir.

Sermaye piyasası denge modellerinin ailesi, standart fiyatlama modeliyle temel arbitraj yaklaşımından ibaret değildir. Standart modelin kendisinin sıfır betalı, tüketim temelli ve dönemlerarası gibi türevleri bulunur; bunların tümü ortalama-varyans etkinliğini temel alır. Bunun yanında, arbitraj olmaması koşuluna dayanan çok faktörlü modeller, sistematik riski tek bir pazar endeksiyle değil birçok faktörle açıklamayı dener. Çok faktörlü yaklaşımın en önemli açığı, ilgili sistematik faktörlerin ve bunlara karşılık gelen risk primlerinin nasıl belirleneceği konusunda bir reçete sunmamasıdır. Bu belirlemede iki ilke yol gösterir: mümkün olduğunca az sayıda ama getirileri yüksek oranda açıklayabilen faktörle yetinmek ve yatırımcıların özellikle takip ettiği, dolayısıyla karşılığında makul risk primi talep ettiği faktörleri seçmek.

Çok faktörlü yaklaşımın en bilinen ilk örneklerinden biri Chen, Roll ve Ross'a aittir. Bu çalışmada ekonominin genel durumunu en iyi yansıttığı düşünülen beş faktör seçilmiştir: sanayi üretimindeki yüzde değişim, beklenen enflasyondaki değişim, enflasyonda öngörülme-yen değişim, uzun vadeli şirket tahvilleriyle uzun vadeli devlet tahvillerinin getirileri arasındaki fark ve uzun vadeli devlet tahvilleriyle hazine bonolarının getirileri arasındaki fark. Belirli bir varlığın bu faktörlere duyarlılığını gösteren faktör betaları çoklu regresyonla tahmin edilir ve elde edilen ifade çok boyutlu bir menkul kıymet karakteristik doğrusudur; hata terimlerinin varyansı şirkete özgü riskin tahminini verir. Yazarların da belirttiği gibi bu beş faktör kümesi olası seçeneklerden yalnızca biridir.

Makro faktörlere dayanan bu yaklaşıma alternatif olarak Fama ve French, sistematik risk faktörlerine duyarlılığın temsili göstergeleri olarak şirket karakteristiklerini kullanan üç faktörlü bir model geliştirdi. Bu model, Ross'un teorisinin ampirik temellere dayalı bir uygulaması sayılabilir. Modelde pazar endeksi, standart modeldeki rolüyle aynı biçimde pazar riskini temsil eder. Buna iki şirket karakteristiği

eklenir. Birincisi büyüklük etkisidir: küçük ölçekli şirket portföyünün getirisi ile büyük ölçekli şirket portföyünün getirisi arasındaki fark, geçmiş gözlemlerde küçük şirketlerin ortalamada daha yüksek getiri sağladığını yansıtır. İkincisi değer etkisidir: defter değeri pazar değerine oranı yüksek hisselerden oluşan portföyün getirisi ile bu oranı düşük olanlardan oluşan portföyün getirisi arasındaki fark, değer hisselerinin büyüme hisselerine kıyasla daha yüksek getiri sağlama eğilimini gösterir. Fama ve French bu farkları rasyonel bir risk tazminatı olarak yorumlar; defter değeri pazar değeri oranı yüksek şirketlerin finansal sıkıntı olasılığının, küçük şirketlerin ise konjonktüre duyarlılığının daha yüksek olduğunu ileri sürer. Bu faktör portföyleri, bir grupta uzun diğer grupta kısa pozisyon alınarak kurulduğu için başlangıçta sermaye gerektirmeyen sıfır net yatırım portföyleridir ve bu yapılarıyla arbitraj teorisinin mantığına uyar.

Üç faktörlü model geçmiş getirileri açıklamada başarılı olsa da değişen piyasa koşullarında yetersiz kalabildiği için genişletilmiştir. Bunun en bilinen örneği Carhart'ın dört faktörlü modelidir; bu model üç faktöre momentum faktörünü ekler. Momentum, on iki aylık fiyat performansına göre en iyi performans gösteren hisselerin getirisi ile en kötü performans gösterenlerin getirisi arasındaki farktır ve günümüzde davranışsal yanılmasından doğan bir piyasa anomalisi olarak değerlendirildiği için önemli bir yer tutar. Carhart'tan sonra da çok sayıda faktör denenmiş; kâr payı verimi yüksek ve düşük hisseler arasındaki fark, düşük ve yüksek oynaklıklı hisseler arasındaki fark ile karlılığı yüksek ve düşük hisseler arasındaki farkı ölçen kalite faktörü bunların başlıcalarıdır.

Bu ampirik modellerin ortak sorunu, kullanılan faktörlerin önemli bir sistematik risk kaynağına tam olarak karşılık gelip gelmediğinin açıkça belirlenememesidir. Araştırmacıların geçmiş getirileri açıklayacak değişken arayışı veri madenciliği olarak adlandırılır ve büyük ölçüde şans eseri de olsa geçmiş verilerde birtakım fiyat kalıplarının bulunabileceğini gösterir. Nitekim ortalama büyüklük ve değer primlerinin gerçekten sistematik risklerin ödülü mü yoksa bir yanlış fiyatlamanın sonucu mu olduğu, hatta üç faktörlü modelin bir arbitraj modeli mi yoksa çok dönemli fiyatlama modelinin bir versiyonu mu sayılacağı hâlâ tartışılmaktadır; bu ayrım, modelin dengeden sapmayı mı yoksa şirket karakteristikleriyle bilinmeyen risk faktörleri arasındaki ilişkiyi mi yansıttığını doğru yorumlamak açısından önemlidir. Bu nedenle bir faktörün gerçekten risk faktörü sayılabilmesi için dört ölçütü birden karşılaması beklenir: akademik araştırmalarda güçlü destek ve ekonomik gerekçe taşıması, kalıcı olarak anlamlı düzeyde risk primi sağlaması, hem normal hem kriz koşullarında performans geçmişine sahip olması ve aktif piyasası olan likit varlıklar üzerinde uygulanabilmesi. Böylece bu başlık, standart modelin ve temel arbitraj yaklaşımının ötesinde, varlık getirilerini açıklama çabasının nasıl çok faktörlü ve ampirik bir yönetime evrildiğini gösterir.

6.5 · Temel Analiz

Temel Analiz: Makroekonomiden Şirket Değerlemesine Yukarıdan Aşağıya Yaklaşım

KISACA

Temel analiz, genel ekonomiden, sektörden ve şirketin kendi verilerinden hareketle bir hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye çalışan kapsamlı bir süreçtir. Burada yatırımcı, şirketin ileride üreteceği nakit akımlarını, pay başına kazancını ve dağıtacağı temettüyü öngörerek hissenin ulaşması gereken içsel değere varmayı amaçlar. Alım satım zamanlamasına odaklanan teknik analizin aksine, temel analiz hangi hissenin seçileceği sorusuna yanıt arar ve genellikle makrodan mikroya, yani yukarıdan aşağıya bir yol izler.

Süreç, gayrisafi yurt içi hasıla, enflasyon, faiz ve istihdam gibi makro büyüklüklerin tahminiyle ve ekonomik döngünün hangi evrede olduğunun okunmasıyla başlar; öncü, eşanlı ve izleyen göstergeler bu okumayı besler. Ardından şirketin içinde bulunduğu sektör, yaşam döngüsü ve kârın ekonomik döngüye duyarlılığı açısından incelenir; Porter'ın beş rekabet gücü çerçevesi sektörün yapısal kârlılığını değerlendirir. Son aşamada şirketin değeri hesaplanır. Bunun için temettü iskonto modelleri, serbest nakit akımlarının iskonto edilmesine dayanan yöntemler ve fiyat-kazanç gibi çarpanlar kullanılır.

Her şirket, aynı sektördeki rakiplerine benzese de sahip olduğu varlıklar, borçlar, örgüt yapısı ve maddi olmayan değerleriyle özgün bir kuruluştur; hiçbirinin tam bir eşi olmadığından gerçek değeri, hem şirkete ait özellikleri hem de onu çevreleyen dış etkenleri dikkate alan ayrıntılı bir çözümleme gerektirir. Temel analiz tam olarak bunu yapar: genel ekonomi, sektör ve şirket verilerinden yola çıkarak hisse senedinin değerini belirlemeye çalışır. Buradaki hedef, işletmenin ileriki dönemlerde üreteceği nakit akımlarını, pay başına kazancını ve temettüsünü kestirip bunlardan hareketle hissenin gerçek değerini bulmaktır. Bu yaklaşım genellikle makrodan mikroya, yani yukarıdan aşağıya işler ve teknik analizin alternatifi değil tamamlayıcısıdır; biri hangi hissenin seçileceğini, diğeri alım satımın ne zaman yapılacağını sorar.

Süreç genel ekonomi çözümlemesiyle başlar. Bir hissenin değeri gelecekteki nakit akışlarının iskonto edilmesiyle bulunduğundan, ekonomideki gelişmeler bütün sektörleri ve şirketleri etkiler. Bu nedenle önce gayrisafi yurt içi hasılanın, ardından istihdam ya da işsizlik oranı, enflasyon, faiz oranları ve bütçe açığı gibi büyüklüklerin ayrı ayrı tahmin edilmesi gerekir; talebi belirleyen maliye ve para politikası araçları da öngörülmelidir. Bu genel görünümün üzerine ekonomik döngü kavramı oturur. Döngü, piyasa koşullarındaki periyodik dalgalanmayı ifade eder ve birbirini izleyen evrelerden oluşur. Genişleme, ekonominin dibi gördüğü noktadan başlayıp zirveye ulaşır ve kendi içinde toparlanma ile güçlü genişleme evrelerine ayrılır; geç genişlemede enflasyonun belirginleşmesiyle parasal sıkılaşma başlar ve bu aşama yumuşak iniş olarak da anılır. Daralma ise zirveden başlayıp dibe iner ve yavaşlama ile resesyon evrelerini kapsar; genişlemelerin daralmalardan daha uzun sürdüğü, dolayısıyla döngünün asimetrik olduğu gözlenmiştir. Bir evrenin başlangıcı ya da bitişi dönüm noktası olarak adlandırılır.

Ekonominin yönünü okumak için göstergeler kullanılır; öncü göstergeler hasıladaki değişimin birkaç hafta öncesinden, eşanlı göstergeler aynı anda, izleyen göstergeler ise sonrasında hareket eder ve tekil verinin yanıltıcı sinyali süzmek için bunlar kompozit endekslere dönüştürülebilir.

Genel ekonomiden sonra sıra sektöre gelir. Sektörler ekonomik gelişmelerden farklı derecelerde etkilenir; gıda ve ilaç gibi zorunlu ihtiyaç alanlarının duyarlılığı düşüktür. Bir şirketin kârının ekonomik döngüye duyarlılığını üç etken belirler: satışların duyarlılığı, sabit ve değişken giderlerin bileşiminden doğan faaliyet kaldırıcı ve borç-öz kaynak bileşiminden doğan finansal kaldırıcı. Sektörlerin de canlılar gibi doğma, büyüme ve olgunluk evreleri vardır ve şirketler bu yaşam döngüsüne bağlı gelişir. Sektörün yapısal kârlılığını değerlendirmek için Porter'ın beş rekabet gücü çerçevesi kullanılır; bu güçler yeni giriş tehdidi, tedarikçilerin pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü, ikame ürün ve hizmetlerin tehdidi ve mevcut rakipler arasındaki rekabetin yoğunluğudur. Bunların birlikte oluşturduğu yapı, sektörün uzun dönemde hangi kârlılık düzeyinde olacağını belirler; aynı makro ortamda bile bazı sektörler yıllarca düşük marjda sıkışırken bazıları yüksek kârlılığı koruyabilir. Ölçek ekonomileri, ağ etkileri, müşteri geçiş maliyetleri, sermaye gereksinimi, dağıtım kanallarına erişim ve devlet düzenlemeleri gibi giriş engelleri bu tablonun belirleyicileridir. Kaynak, sektör büyüme hızı, teknoloji, devlet politikaları ve tamamlayıcı ürünler gibi çevresel etkenlerin ayrı birer rekabet gücü olmadığını, beş temel kuvvetin şiddetini etkileyen koşullar olduğunu özellikle vurgular.

Analizin son aşaması şirketin değerinin hesaplanmasıdır ve bunun için başlıca üç yaklaşım kullanılır. İlki temettü iskonto modelidir; bir hissenin değeri, gelecekteki tüm temettülerin bugünkü değerlerinin toplamıdır. Sonsuz sayıda temettüyü tek tek tahmin etmek imkânsız olduğundan, temettülerin sabit bir oranda büyüyeceğini varsayan Gordon modeli en yaygın basitleştirmedir; bu modelde hissenin içsel değeri, gelecek yılın temettüsünün, gerekli getiri oranı ile büyüme oranı arasındaki farka bölünmesiyle bulunur ve formülün geçerli olması için gerekli getirinin büyüme oranından büyük olması gerekir. Model olgun, istikrarlı temettü ödeyen ve büyümesi ekonominin genel büyümesine yakın şirketler için uygundur; kazançları dalgalı genç şirketlerde ise yanıltıcı olur. İkinci yaklaşım serbest nakit akımlarının iskonto edilmesidir; burada firmaya ya da özsermayeye serbest nakit akımı hesaplanır, uygun iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ya da özsermaye maliyeti kullanılır ve öngörü döneminin sonrası için bir uç değer eklenir. Üçüncü yaklaşım çarpan fiyatlamasıdır; fiyat-kazanç oranı, piyasa değeri-defter değeri oranı ve firma değeri-faiz amortisman öncesi kâr oranı gibi ölçüler benzer şirketlerle karşılaştırma yaparak hızlı bir değerlendirme sunar. Kaynak ayrıca büyüme fırsatlarının bugünkü değeri kavramını açıklar: bir şirket kazancının bir kısmını, beklenen getiriden daha yüksek getirili yatırımlara ayırırsa hissenin değeri artar ve büyüme yatırımı olan ile olmayan fiyat arasındaki fark bu değeri temsil eder.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.6 · Teknik Analiz

Teknik Analiz: Dalgalar, Trendler, Göstergeler ve Formasyonlar

KISACA

Teknik analiz, hisse senetlerinin fiyat ve işlem hacmi grafiklerini bir zaman ekseninde inceleyerek fiyatların gittiği yönü ve olası dönüşleri kestirmeye çalışan bir değerlendirme yaklaşımıdır. Şirketin bilançosu, sektörü ya da büyüme potansiyeli teknik analizde öncelik taşımaz; çünkü bütün ekonomik yapının alıcı ve satıcılar üzerindeki etkisinin zaten fiyata yansıdığı varsayılır. İncelemeler fiyat değişimleri, zaman ufku, işlem miktarı ve genel piyasa durumu başlıkları altında toplanır. Yaklaşımın temel dayanaklarından biri Elliot dalga teorisidir; buna göre bir hareket beş dalgalı bir etki ve üç dalgalı bir düzeltmeyle gelişir. Fiyatların belirli bir yöne doğru hareketine trend denir; alıcıların baskın olduğu yükselen trend boğa, satıcıların baskın olduğu alçalan trend ise ayı piyasası olarak adlandırılır. Hareketin gücünü ve yönünü ölçmek için hareketli ortalamalar, MACD ve RSI gibi göstergeler kullanılır. Fiyatların duraksadığı seviyeler destek ve direnç olarak izlenir; omuz-baş-omuz, ikili tepe ve ikili dip gibi formasyonlar ile grafikteki boşluklar da hareketin devamı ya da dönüşü hakkında ipucu verir.

Teknik analiz, borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarının ve işlem hacimlerinin bir zaman ekseninde gösterilen grafiklerini inceleyerek fiyatların yönünü ve bu yönde olabilecek değişiklikleri kestirmeye dayanan bir yaklaşımdır. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör, büyüme beklentileri ya da bilanço oranları burada öncelik taşımaz; çünkü bütün ekonomik yapının hisse senedinin alıcı ve satıcıları üzerinde yarattığı etkinin grafiklere yansıdığı varsayılır. Fiyat grafikleri çizgi, çubuk, mum ve sıfır çarpı gibi biçimlerde çizilebilir ve incelemeler dört başlık altında toplanır: fiyat değişimleri, zaman ufku, işlem miktarı ve genel piyasa durumu.

Yaklaşımın temel dayanaklarından biri, 1930'larda Ralph Nelson Elliot tarafından geliştirilen dalga teorisidir. Bu teoriye göre her alım satım kararı anlamlı bir bilgi üretir ve kararlar bir zincir oluşturarak belirgin, tekrar eden ve dolayısıyla tahmin edilebilir modeller yaratır. Görülür bir hareketin her yükseliş ve düşüşü beş dalga halinde gelişir; bu dalgalardan birinci, üçüncü ve beşinci dalgalar hareketin ana yönünü oluştururken ikinci ve dördüncü dalgalar ana yönün tersine gelişen düzeltme dalgalarıdır. Düzeltme hareketinin kendisi ise üç dalgada tamamlanır ve rakamla değil harfle gösterilir; burada A ile C düzeltmenin yönünü, B ise ters yöndeki tepkiyi verir. Beş dalgalı her etki, kendisinden daha büyük bir etkinin alt dalgalarından birini oluşturur ve Elliot toplam dokuz dereceden söz eder; bunlar seans içi dakikalık grafiklerden yüzyıllık grafiklere kadar sınıflandırılabilir. Etki dalgalarını belirleyen kurallar vardır: ikinci dalga birinci dalganın tümünü geri almaz, dördüncü dalga üçüncünün tümünü geri almaz, üçüncü dalga her zaman birincinin bitiş noktasını aşar ve fiyat bakımından en kısa dalga olamaz. Düzeltme formasyonları etki dalgalarına göre daha karmaşıktır ve dört kategoride değerlendirilir: zigzag düzeltmeler beş-üç-beş, yassı düzeltmeler üç-üç-beş, üçgenler ise beş adet üç dalgalı yapıdan oluşur ve bileşik düzeltmeler birden fazla hareketin ardarda sıralanmasıyla ortaya çıkar.

Bir beklenti geçerli kaldığı sürece fiyatların ufak dalgalanmalarla tek bir yönü izlemesine trend adı verilir. Alıcıların satıcılardan güçlü olduğu, fiyatların yükseldiği dönemlere boğa piyasası; satıcıların güçlü olduğu, alçalan piyasalara ayı piyasası adı verilir. Yükselen trendin ayırt edici özelliği dip ve tepe noktalarının zaman içinde giderek yukarıda oluşması, alçalan trendinki ise tepelerin ve diplerin öncekilere göre daha aşağıda oluşmasıdır; alıcı ile satıcının dengelendiği dönemlerde ise yatay piyasa görülür. Yükselen trend çizgisi dip noktalarının, alçalan trend çizgisi tepe noktalarının birleştirilmesiyle çizilir; çizgi ne kadar çok noktadan geçerse trend o kadar güçlü sayılır ve çizginin kırılması hareketin bir süre daha o yönde süreceğine işaret eder.

Hareketin gücünü ve yönünü ölçmek için çeşitli göstergeler kullanılır. Hareketli ortalamalar bir hissenin belirli bir dönemdeki ortalama değerini hesaplar ve basit, ağırlıklı ile üssel olmak üzere üç türü vardır; fiyatın ortalamasının üzerinde seyretmesi yükselişe, altında seyretmesi düşüşe işaret eder ve kısa dönem ortalamasının uzun dönem ortalamasını yukarı kesmesi alım sinyali sayılır. MACD göstergesi, yirmi altı günlük üssel ortalama ile on iki günlük üssel ortalamasının farkı alınarak hesaplanır; dokuz günlük üssel ortalaması ise uyarı hattını oluşturur ve göstergenin uyarı hattını yukarı kesmesi al, aşağı kesmesi sat anlamı taşır. Relatif güç göstergesi sıfır ile yüz arasında değer alır, yükseliş günlerindeki farkların ortalamasının düşüş günlerindeki oranından türetilir ve yaygın olarak on dört günlük hesaplanır; yetmiş seviyesinin üstünde tepe, otuz seviyesinin altında dip yapar ve fiyat ile gösterge arasındaki uyumsuzluk hareketin sona ermek üzere olduğunu haber verir. Fiyatların paralel iki çizgi arasında hareket ettiği yükseliş ve düşüş kanalları da alım satım fırsatları sunar.

Fiyatların yükselirken duraksadığı seviyelere direnç, düşerken duraksadığı seviyelere destek denir; bunlar alış ve satış gücünün dengelendiği bölgelerdir ve genellikle kırılırken işlem hacminde artış görülür. İlginç olan, bir kez geçilen direncin sonraki düşüşlerde destek, kırılan desteğin ise sonraki yükselişlerde direnç haline gelmesidir. Grafik üzerinde alıcı ve satıcının bıraktığı izlere formasyon adı verilir. Trend dönüşünün en dikkatle izlenen işaretlerinden biri, insan silüetine benzediği için bu adı alan omuz-baş-omuz formasyonudur; boyun çizgisinin yüksek işlem hacmiyle kırılması satış sinyalini teyit eder ve bu formasyon dipte ters biçimde görülerek yükselişi de haber verebilir. Yükselişin bir önceki tepe civarında sona erdiği ikili tepe ile bunun tersi olan ikili dip de önemli formasyonlardır. Son olarak grafikte fiyatın belirli seviyelerden işlem görmeden atladığı boşluklar; olağan, kaçış, ölçüm ve tükeniş boşlukları olarak dört grupta incelenir ve hareketin sürmesi ya da tükenmesi hakkında ipucu verir.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.7 · Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi

Sabit Getirili Menkul Kıymetlerin Değerlemesi: Tahvil Fiyatı, Verim ve Süre

KISACA

Sabit getirili menkul kıymetlerin en önemli türleri tahvil ve bonodur; bunlar sahibine gelecekte nakit akışı sağlayan borçlanma araçlarıdır. Bir tahvilin değeri, gelecekte sağlayacağı dönemsel faiz ödemeleri ile vade sonundaki anaparanın uygun bir iskonto oranıyla hesaplanan bugünkü değeridir. Tahvile yatırım anapara ve faizin ödenmeme riski, faiz oranı riski, enflasyon, vade, likidite ve erken itfa riski gibi çeşitli riskler taşır.

Tahvilden elde edilecek verim birkaç kavramla ifade edilir: kupon oranına eşit nominal verim, kupon faizinin tahvil değerine oranı olan cari verim ve tahvilin iç verim oranı olan vadeye kadar verim. Piyasa faizi ile tahvil fiyatı ters yönde hareket eder. Kuponsuz devlet tahvillerinden türetilen spot faizler, başa baş ve vadeli faizlerin ve arbitrajsız fiyatlamının temelini oluşturur. Tahvil fiyatının faiz oranındaki değişime duyarlılığı ise süre kavramıyla ölçülür; nakit akışlarının zaman-ağırlıklı ortalaması olan Macaulay süresi ile bunun bir artı verime bölünmüş hali olan düzeltilmiş süre, fiyat değişimini kestirmeye yarar.

Yatırımcılar için önemli bir araç grubu, sahibine gelecekte nakit akışı sağlayan borçlanma araçları olan sabit getirili menkul kıymetlerdir. Bunların risk ve verimleri genellikle hisse senedininkinden düşüktür ve dünya genelinde toplam piyasa değeri itibarıyla diğer araçların önünde yer alırlar. Temel olarak iki türü vardır: tahvil ve bono. Tahviller uzun vadeli borçlanma araçlarıdır ve yatırımcısına dönemsel faiz geliri ile vade sonunda anaparanın ödenmesi biçiminde nakit akışı sağlar; dönemsel faiz yıllık olabileceği gibi altı aylık ya da üç aylık da olabilir. Tahviller devlet ve özel sektör tahvili olarak ikiye ayrılır.

Tahvile yatırım birkaç riski birden taşır. Anapara ve faizin ödenmeme riski, ihracçının mali durumundaki bozulmayla ödemeleri yapamaz hale gelmesidir ve kredi derecelendirme kuruluşları bu amaçla ülkeleri ve kuruluşları derecelendirir; en güvenilir borçlanan en düşük faizle borçlanır. Faiz oranı riski, ekonomideki faiz değişiminin çıkarılmış tahvillerin değerini etkilemesidir; faizdeki artış tahvil değerini düşürür, düşüş ise fiyatı yükseltir. Enflasyon riski, öngörülemeyen enflasyonun gerçekleşen verimi beklenenden uzaklaştırmasıdır. Vadenin uzamasıyla artan belirsizlik vade riskini, tahvilin kolay paraya çevrilememesi likidite riskini, ihracçının vadeden önce geri çağırma hakkı ise erken itfa riskini doğurur.

Bir tahvilin değeri, gelecekteki nakit akışlarının uygun bir iskonto oranıyla hesaplanan bugünkü değeridir; her dönemin faiz ödemesi ile vade sonundaki anapara, bir artı iskonto oranının o döneme karşılık gelen üssüne bölünerek toplanır. İskonto oranı, piyasa faiz oranı ya da yatırımcının bu tahvilden istediği verimdir. Tahvilin verimi birkaç kavramla ifade edilir. Nominal verim kupon faiz oranına eşittir. Cari verim, kupon faizinin tahvilin güncel değerine bölünmesiyle bulunur. Vadeye kadar verim ise tahvilin iç verim oranıdır; tahvilin piyasa değerini gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine eşitleyen orandır ve yatırımcının tahvili vade sonuna kadar tutup her nakit akışını aynı oranla yeniden yatırdığını varsayar. Yatırım kararı, tahvilin vadeye kadar verimi ile yatırımcının istediği verimin

karşılaştırılmasıyla verilir: vadeye kadar verim istenen verimden yüksekse tahvil düşük değerlenmiştir ve satın alınır, düşükse yüksek değerlenmiştir ve alınmaz, eşitse tahvil gerçek değerindedir. Kaynağın örneğinde kupon faizi piyasa faizinden yüksek olduğu için tahvilin değeri nominal değerinin üzerinde oluşur.

Değerlemenin daha ince zemini spot faiz oranlarıdır. Spot faiz, anaparanın vade sonundaki getirisi olarak tanımlanır ve kupon ödemesi olmayan hazine tahvillerinden türetildiği için sıfır faiz olarak da anılır; çeşitli vadelerdeki bu faizlerin oluşturduğu eğri spot eğrisidir. Temerrüt riski taşımadığı ve kupon etkisi içermediği için tahvil değerlemesinde spot faizler kullanılır. Kupon ödemeli bir devlet tahvilinin nominal değerinde işlem görmesini sağlayan orana başa baş faiz, gelecekte belirli bir dönemde geçerli olacak orana ise vadeli faiz denir; vadeli faizler spot faizlerin gelecekte beklenen değerleridir ve spot faizler vadeli faizlerin geometrik ortalamasına eşittir. Spot eğrisi pozitif eğimliyken vadeli faizler spot faizlerin üzerinde, başa baş faizler ise en altta oluşur. Arbitrajsız fiyatlama ilkesi, aynı nakit akış yapısına sahip varlıkların bütün piyasalarda aynı fiyattan işlem görmesi gerektiğini söyleyen tek fiyat kanununa dayanır; bu ilkeye göre tahvilin her vadedeki nakit akışı, o vadenin spot faiziyle iskonto edilir. Bir tahvil adil değerinden farklı fiyatlanırsa, kuponsuz tahvillerle kurulan ters yönlü sentetik bir pozisyon aracılığıyla risksiz kazanç elde edilebilir.

Tahvil değerinin faiz oranındaki değişime duyarlılığını ölçmenin en önemli yolu tahvilin süresidir. Finans yazınında Macaulay süresi olarak bilinen bu ölçü, nakit akışları ile onların gerçekleşeceği dönemlerin ağırlıklı ortalamasıdır; her dönemin nakit akışının bugünkü değeri o dönemle çarpılıp toplanır ve tahvilin bugünkü değerine bölünür. Sürenin birkaç özelliği vardır: bir tahvilin süresi vadesinden kısadır, çünkü faiz gelirlerini de içerir; kupon faizi ile süre arasında ters ilişki bulunur, kupon arttıkça süre kısalır; vadeye kadar verim yükseldikçe süre kısalır. Faiz duyarlılığını daha doğrudan gösteren ölçü düzeltilmiş süredir; Macaulay süresinin bir artı vadeye kadar verime bölünmesiyle bulunur ve faiz oranındaki küçük bir değişmeye bağlı fiyat değişimi, düzeltilmiş sürenin negatifi ile faiz değişiminin çarpımına eşittir. Kuponsuz tahvillerde vade boyunca hiç kupon ödenmediği için Macaulay süresi vade süresiyle aynıdır; bu nedenle kuponsuz tahviller daha uzun süreye ve dolayısıyla daha yüksek faiz riskine sahiptir. Böylece süre, faiz oranı riskini sayısal olarak yöneten temel araç haline gelir.

6. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

6.8 - Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

Portföy Performans Ölçümü: Sharpe, Treynor, Jensen ve Riske Göre Düzeltilmiş Ölçütler

KISACA

Portföy performans analizi, portföy yönetim sürecinin son aşamasıdır ve üç soruya yanıt aramalıdır: portföyün performansı ne kadardır, neden bu performans elde edilmiştir ve nasıl artırılabilir. İlk adım getirinin hesaplanmasıdır; yöneticinin denetiminde olmayan nakit hareketlerini dışlamak için zaman-ağırlıklı getiri, yöneticinin nakit zamanlamasına karar verdiği fonlarda ise para-ağırlıklı getiri kullanılır. Yatırımcılar riskten kaçındığı için performans yalnızca getiriyle değil, riske göre düzeltilerek değerlendirilir. Bir birim risk başına getiriyi ölçen ölçütlerden Sharpe, risksiz faize göre düzeltilmiş getiriyi toplam riske; Treynor ise aynı getiriyi sistematik risk olan betaya böler. M2 ölçütü bu üstünlüğü yüzdesel getiriye çevirir, Sortino ise yalnızca aşağı yönlü sapmayı dikkate alır. Farksal getiri yaklaşımı olan Jensen alfası, portföyün gerçekleşen getirisi ile riske göre beklenen getirisi arasındaki farkı ölçerek yöneticinin varlık seçme yeteneğini gösterir. Göreceli değerlendirmede ise portföy bir referans portföyle karşılaştırılır ve bilgi ölçütü kullanılır.

Karar almanın en önemli aşamalarından biri, alınan kararın sonuçlarını değerlendirmektir; yatırım kararlarında bu değerlendirme performans analizi adını alır ve portföy yönetim sürecinin son halkasını oluşturur. Sağlıklı bir performans analizi üç noktada yanıt üretmelidir: portföyün performansı ne kadardır, bu performans neden elde edilmiştir ve nasıl artırılabilir. Analiz portföy getirisinin ölçülmesi ve kıyaslanmasıyla başlar, ardından getiri ile riskin birlikte incelendiği, varlık seçimi ile piyasa zamanlamasının katkısının sorgulandığı aşamaya geçer.

İlk adım getiriyi hesaplamaktır ve hangi yöntemin kullanılacağı fonun yapısına ve nakit akışlarının kimin denetiminde olduğuna bağlıdır. Yatırım fonları gibi yatırımcıların dilediği zaman para yatırıp çekebildiği yapılarda yöneticinin nakit akışları üzerinde denetimi yoktur; bu yüzden yöneticinin yeteneğini adil ölçmek için nakit akışlarının etkisini dışlayan zaman-ağırlıklı getiri kullanılır. Buna karşılık yöneticinin nakit giriş çıkış zamanlamasına kendi karar verdiği fon türlerinde performans, para-ağırlıklı getiri yani iç verim oranıyla değerlendirilir. Getirinin brüt mü net mi olacağı da ölçümün amacına bağlıdır; yöneticinin performansı ölçülürken onun denetimindeki alım satım komisyonları ve yönetim ücreti brüt getiriden düşülürken, saklama ve denetim gibi denetimi dışındaki idari giderler getiride bırakılır.

Finans teorisinde yatırımcılar riskten kaçınan varsayıldığından, bir portföyün performansını yalnızca getiriye bakarak değerlendirmek yanıltıcıdır; aynı getiriyi daha düşük riskle elde eden bir fon daha başarılıdır. Bu nedenle riske göre düzeltilmiş yöntemler kullanılır. Performans iki biçimde ölçülebilir: portföyün kendi toplam getiri ve riski üzerinden yapılan mutlak analiz ile bir referans portföye göre yapılan göreceli analiz. Mutlak analizde başlıca iki grup yöntem vardır; bir birim risk başına getiri ve farksal getiri.

Bir birim risk başına getiriye ölçen ölçütlerin en bilineni William Sharpe'ın geliştirdiği Sharpe ölçütüdür; portföy getirisinden risksiz faiz oranı çıkarılarak elde edilen artık getirinin, portföyün toplam riski olan standart sapmaya bölünmesiyle bulunur. Sermaye Piyasası Doğrusu üzerindeki herhangi bir portföyün Sharpe ölçütü pazar portföyünününe eşittir ve ölçütü en yüksek olan portföy en başarılı sayılır. Ne var ki Sharpe ölçütü getirilerin normal dağıldığını varsayar, tek başına mutlak bir anlam taşımaz ve pay negatifse sıralama için kullanılamaz. Jack Treynor'ın geliştirdiği Treynor ölçütü aynı artık getiriye bu kez portföyün betasına böler; yani Sharpe toplam riski, Treynor ise sistematik riski kullanır. İyi çeşitlendirilmiş bir portföyün betası bire denk geldiği için, iyi çeşitlendirilmiş portföylerde Sharpe daha ayırt edici olurken, iyi çeşitlendirilmemiş portföylerde Treynor daha kullanışlıdır. Modigliani ikilisinin geliştirdiği M2 ölçütü, Sharpe ölçütünü piyasa riskiyle birleştirerek riske göre düzeltilmiş performansı yatırımcının kolayca anlayabileceği yüzdesel getiri cinsinden ifade eder. Getiriler normal dağılmadığında standart sapma riski olduğundan düşük gösterebildiği için, yalnızca hedef getirinin altındaki sapmaları dikkate alan Sortino ölçütü kullanılır; bu ölçüt asimetric getirili alternatif yatırımların değerlendirilmesinde Sharpe'a üstünlük sağlar.

Riske göre düzeltilmiş performansın ikinci grubu farksal getiridir. Bu yaklaşım, portföyün gerçekleşen riskine göre beklenen getirisini hesaplayıp bunu gerçekleşen getiriyle karşılaştırır; beklenen getiri, risksiz faiz oranına portföy betası ile pazarın risk priminin çarpımının eklenmesiyle bulunur ve bu ifade geçmiş verilere dayanan Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu'na benzer. Gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki farka alfa denir; bu ölçüt 1968'de Michael Jensen tarafından geliştirildiği için Jensen ölçütü olarak anılır ve pozitif alfa yöneticinin varlık seçme yeteneğini gösterir. Jensen ayrıca alfanın istatistiksel anlamlılığını sınamak için portföy ve pazar getirilerini kullanan bir regresyon kurmuştur; bu regresyonun kesişim terimi alfayı, hata terimi ise ilişkinin uygunluğunu verir. Alfa'nın hata terimine oranı, Treynor ve Black tarafından tanıtılan değerlendirme ölçütünü oluşturur; bu oran, elde edilen alfanın ne kadarının şans, ne kadarının yeteneğin ürünü olduğunu gösterir ve yöneticinin aldığı ilave sistematik olmayan riske degecek kadar ödül yaratıp yaratmadığını ortaya koyar.

Göreceli performans analizinde ise portföyün getirisi kendisiyle benzerlik taşıyan bir referans portföyün getirisiyle karşılaştırılır. Portföy getirisi ile referans portföy getirisi arasındaki fark ek getiri, bu farkın standart sapması ise aktif risk yani takip hatası olarak adlandırılır. Ek getirinin takip hatasına oranı olan bilgi ölçütü, yöneticinin referans portföy üzerinde ne kadar tutarlı bir ek getiri yarattığını gösterir ve mantığı değerlendirme ölçütüne oldukça benzer; ancak değerlendirme ölçütünde farksal getiri regresyonla bulunurken bilgi ölçütünde ek getiri doğrudan hesaplanır. Bütün bu ölçütler birlikte, bir portföyün performansının yalnızca ne kadar getiri sağladığını değil, o getiriyi hangi risk karşılığında ve yöneticinin hangi katkısıyla elde ettiğini görmemizi sağlar.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.1 • Türev Araçlarla İlgili Temel Kavramlar

Türev Araçlara Giriş: Dayanak Varlık, Vadeli İşlem Mantığı ve Piyasaların İşlevi

KISACA

Mali piyasaları işlem türüne göre spot piyasalar ve vadeli ürünler piyasası olarak ikiye ayırmak mümkündür. Spot piyasalarda ödeme, ürün teslimatı sırasında yapılırken, vadeli ve türev piyasalarda ödeme ile teslimat genellikle ileriki bir tarihte ve belirli şartlara bağlı olarak gerçekleşir. Spot piyasa ürünleri baz alınarak geliştirilen finansal ürünlere türev ürün, türetildikleri varlıklara ise dayanak varlık denir; bir türev ürünün performansı, dayanak varlığın sözleşme süresince aldığı değere bağlıdır. Türev ürünler, hukuki düzenlemelerin bulunduğu ve standart ürünlerin alınıp satıldığı organize piyasalarda ya da bu piyasaların dışında kalan tezgâh üstü piyasalarda işlem görür. Türev piyasalar; gelecekteki belirsizlikleri sürekli fiyatlayarak fiyat keşfine katkı sağlar, riskten korunma yani hedging yoluyla bir sigorta işlevi görür ve düşük teminatla büyük pozisyonlar alınabilmesi nedeniyle spekülasyona da imkân tanır. Ancak yüksek kaldıraç ve karmaşık ürünlerin yanlış kullanımı, 2007–2008 krizinde görüldüğü gibi ciddi riskler doğurabilmektedir.

Türev ürünleri anlamanın yolu, önce piyasaların nasıl ayrıştığını görmekten geçer. Mali piyasalar temelde atıl fon sahibi olan aktörler ile fon gereksinimi duyan tarafları bir araya getirir; bu piyasaların temel oyuncularını hane halkı, kamu, özel sektör ve uluslararası yatırımcılardır. Piyasaları işlem türüne göre ele aldığımızda karşımıza iki tür çıkar. Spot piyasalarda ödeme, ürün teslimatı sırasında yapılır; örneğin hisse senedi satın alındığında bedeli ödenir ve hisse hemen teslim alınır. Vadeli işlemler ve türev piyasalarda ise ödeme ve teslimat genellikle ileriki bir tarihte, belirli şartlara bağlı olarak gerçekleşir. İşte spot piyasa ürünleri baz alınarak geliştirilen finansal ürünlere türev ürün adı verilir. Türev ürünün türetildiği finansal ürün ise dayanak varlık olarak adlandırılır ve türev ürünün performansı, dayanak varlığın sözleşme süresince aldığı değere bağlıdır. Türev sözleşmelerinde de spot piyasada olduğu gibi bir alıcı ve bir satıcı taraf bulunur; işlem sırasında genellikle nakit ödeme gerçekleşmese de duruma göre belirli bir teminat ödemesi gerekebilir.

Türev ürünler iki ayrı piyasa türünde işlem görür. Organize piyasalar, hukuki düzenlemelerin olduğu ve standart türev ürünlerin alınıp satıldığı piyasalardır; Chicago Opsiyon Borsası ile Borsa İstanbul altında çalışan VİOP bu tür piyasalara örnektir. Bu piyasaların dışında gerçekleşen tüm diğer işlemler ise tezgâh üstü piyasalarda yapılır. En fazla işlem yapılan borsaların başında CME ve CBOT gibi ABD kökenli türev piyasalar gelmekle birlikte, Euronext gibi Avrupa kökenli önemli merkezler de bulunmaktadır.

Türev ürünlerin oldukça eski bir tarihçesi vardır. Eski Yunan'da ilk vadeli işlemin, bugün Ege bölgesinde bulunan Milet antik kentinde zeytin fiyatları üzerine başarılı tahminler yapan matematikçi Thales tarafından kullanıldığı rivayet edilir; daha yakın tarihte ise Japonya'da Dojima'da pirinç üzerine ilk vadeli işlem kontratlarının işlem gördüğü bilinmektedir. Günümüzde bu piyasalar devasa boyutlara ulaşmıştır: vadeli işlemlerin ve türev ürünlerin küresel ölçekteki kontrat değeri 2026 yılı itibarıyla 900

trilyon ABD Dolarını aşmaktadır. Bu büyüklüğü kavramak için, dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'nin milli gelirinin 32 trilyon ABD Doları düzeyinde olduğunu hatırlamak yeterlidir. Türev işlemlerinin önemli bir kısmı organize piyasalardan ziyade tezgâh üstü piyasalarda gerçekleşir; en yaygın türev ürünler faize dayalı olanlardır, bunları kur üzerine yazılanlar izler, hisse ve emtia türevleri ise görece daha az kullanılır. Türkiye'de ise en yaygın işlem gören ürünlerin başında vadeli işlem sözleşmeleri gelir; bu kategoride en fazla işlem hisse endeks vadeli işlem sözleşmelerinde gözlemlenir, onu döviz vadeli işlem sözleşmeleri takip eder, opsiyonlar ise görece daha az yaygındır.

Türev ürün piyasaları birçok amaca hizmet eder. Öncelikle, ileride gerçekleşebilecek belirsizlikleri sürekli fiyatladıkları için piyasalarda şeffaf bilginin yayılmasına olanak tanır; bu ürünlerin en önemli faydalarından biri, dayanak varlıkta ileride oluşabilecek belirsizlikler için şimdiden bir fiyat belirlenmesidir. Böylece türev ürünler, gelecekteki risklerin yönetilmesinde bir sigorta işlevi görür ve likit biçimde alınıp satılabilmeleri riskten korunma, yani hedging özelliklerini öne çıkarır. Opsiyonlar aynı zamanda gelecek dönemde piyasanın maruz kalacağı oynaklık bilgisini de açığa çıkarır; örneğin üç ay vadeli bir opsiyonun fiyatı, o üç ay içinde piyasa oyuncularınca beklenen belirsizliği içerir. Geleceğe ilişkin beklentilerin ve volatilitenin nasıl fiyatlandığının bu şekilde ortaya çıkmasına literatürde fiyat keşfi denir. Bütün bunların ötesinde türev ürünlerin belki de en önemli faydası, finansal riski tanımlama, ölçme ve yönetme süreci olan risk yönetimine sağladığı doğrudan katkıdır; örneğin faizlerin yükseleceğini öngören bir yönetici, faiz swapı anlaşmasına girerek bilançosunun uğrayabileceği hasarı sınırlayabilir.

Madalyonun bir de öbür yüzü vardır. Türev ürünler spekülâtif işlemlerde de kullanılır ve bu piyasalarda finansal kaldıraç sayesinde çok daha az nakitle çok daha büyük pozisyonlar alınabilir; spot piyasalarda 100 TL ile ancak 100 TL değerinde yatırım yapılabilecekken, türev piyasalarda aynı tutarla çok daha büyük pozisyonlara girilebilir. Bu durum yüksek getiri arayan yatırımcıların ciddi riskler almasına yol açar. 2007–2008 kredi krizini, yüksek kaldıraçlı ve karmaşık türev ürünlerin yanlış fiyatlanmasına ve kullanılmasına bağlayan çok sayıda analist olmuştur; yatırımcıların bazı karmaşık ürünleri iyi tanımaması ve teminatların yetersizliği de bu ürünlere yöneltilen eleştiriler arasındadır. Son olarak, türev ürünlerdeki fiyatlama mantığının temelinde arbitraj kavramı yatar. Arbitraj, risk alınmadan yapılan alım satım işlemidir; aynı hissenin bir borsada 95, diğerinde 100 ABD Dolarından işlem görmesi durumunda, ürünü ucuz olan yerden alıp pahalı olan yerde eş zamanlı satmak risksiz bir kâr sağlar. Ancak piyasa etkinliği teorisine göre normal şartlarda risksiz kâr elde etmek mümkün değildir, çünkü çok sayıda profesyonel bu tür fırsatları anında kovalar ve oluşan talep bu imkânı hızla ortadan kaldırır. Piyasada arbitraj kârının sürdürülememesi, ilerideki bölümlerde göreceğimiz türev ürün fiyatlamasının çıkış noktasını oluşturur.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.2 · Türev Araç Piyasaları

Temel Türev Ürünler: Forward, Futures, Swap ve Opsiyon Anlaşmaları

KISACA

Temel türev ürünleri üç ana grupta toplamak mümkündür: vadeli işlemler yani forward ve futures sözleşmeleri, opsiyonlar ve swap kontratları. Forward, bir dayanak varlığın ileriki bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyattan alınıp satılmasını sağlayan sözleşmedir ve genellikle kurumsal büyük firmalar ile bankalar arasında tezgâh üstü piyasalarda yapıldığı için karşı taraf riski taşır. Vadeli işlem sözleşmeleri yani futures, forward'a benzese de standarttır, resmi organize piyasalarda işlem görür, teminat hesapları sayesinde temerrüt riski taşımaz ve vadesinden önce kapatılabilir. Swap, iki tarafın belirli dönemlerde gerçekleşecek nakit akışlarını el değiştirmesiyle oluşan üründür; en yaygın türü, aynı anapara üzerinden sabit faiz ile değişken faizin takas edildiği faiz swapıdır. Opsiyonlar ise diğer üçünden temel bir farkla ayrılır: vade geldiğinde alım ya da satım zorunluluğu yoktur, yani bir cayma hakkı vardır. Bu hakkın bedeli olarak alıcı, satıcıya opsiyon primi öder.

Türev ürünlerin çeşitliliğine ilk bakışta karmaşık görünse de, temel türev ürünleri üç ana grupta toplayabiliriz. Bunlar vadeli işlemler yani forward ve futures sözleşmeleri, opsiyonlar ve swap kontratlarıdır. Bu bölümde bu dört yapı taşı ana hatlarıyla tanıtılır; her birinin ayrıntısı ilerleyen başlıklarda derinleştirilecektir.

İlk yapı taşı forward, yani alivres sözleşmesidir. Forward, bir dayanak varlığın ileriki bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyattan alınıp satılmasını sağlayan mali bir sözleşmedir. Satıcı taraf dayanak varlığı ileri bir vadede belirlenen şartlarda teslim etmeyi, alıcı ise vadede ücreti ödeyerek varlığı satın almayı taahhüt eder. Örneğin spot piyasada ABD Doları kuru 46,45 TL iken, üç ay vadeli forward kuru 47,80 TL olabilir; bu anlaşmayı satın alan yani uzun pozisyona giren yatırımcı, üç ay sonra 1.000 ABD Dolarını 47.800 TL maliyetle alacağını bugünden bilir. Bilmediği tek şey, üç ay sonra spot kurun ne olacağıdır. Kur 50,00 TL'ye çıkarsa yatırımcı 50.000 TL değerindeki tutarı 47.800 TL'ye almış olur ve aradaki 2.200 TL onun kârıdır; ancak kur ne olursa olsun bu işlem için belirlenen fiyatı ödemek zorundadır. Forward anlaşmaları genellikle kurumsal büyük firmalar ile bankalar arasında tezgâh üstü piyasalarda yapılır; taraflar arasında merkezi bir takas kurumu olmadığından karşı taraf riski tam olarak ortadan kalkmaz.

İkinci yapı taşı futures, yani vadeli işlem sözleşmeleridir. Futures de alıcısına belirli bir dayanak varlığı ileriki bir vadede üzerinde yazılı bir fiyattan alma yükümlülüğü yaratır; ancak forward'dan birkaç kritik noktada ayrılır. En önemli fark, futures anlaşmalarında taraflardan birinin borcunu ödememe yani temerrüt riskinin bulunmamasıdır. Forward'da mevcut olan bu olasılık, vadeli işlem piyasalarındaki teminat hesapları ile önlenmiştir; organize piyasalarda hem alıcının hem satıcının teminat hesapları izlenir ve teminatlar işlemin sorunsuz gerçekleşmesini garanti edecek şekilde hesaplanır. Ayrıca futures kontratı sahibi yatırımcılar vade sonuna kadar beklemek zorunda değildir; pozisyonlarını piyasa

koşullarına göre vadesinden önce kapatabilirler. Temerrüt riskinin olmaması bireysel yatırımcıların da bu piyasalardan yararlanmasına olanak tanır, bu da işlem hacmini ve likiditeyi artırır.

Üçüncü yapı taşı swap, yani takas anlaşmalarıdır. Swap, iki tarafın belirli dönemlerde gerçekleşecek nakit akışlarını belirli koşullar çerçevesinde el değiştirmesiyle oluşturulan türev üründür. Örneğin bir faiz swapı anlaşmasında taraflardan biri sabit bir faizi belirli bir dönem boyunca karşı tarafa öderken, karşılığında piyasa şartlarına göre değişen faiz ödemesi alır. Nakit akışları, kontratta belirlenen bir anapara üzerinden hesaplanır. Aynı para birimi üzerinden yapılan swaplar faiz swapı, farklı para birimleri üzerinden yapılanlar ise döviz swapı olarak adlandırılır. Swap anlaşmaları genellikle iki özel kurum arasında yapılır ve işlem hacmi bakımından türev ürünler arasındaki en büyük paya sahiptir; küçük bireysel yatırımcılar bu piyasadaki genellikle yararlanamaz.

Dördüncü ve diğerlerinden yapısal olarak ayrılan yapı taşı ise opsiyon anlaşmalarıdır. Forward, futures ve swap anlaşmalarında vade sonundaki işlemde cayma olanağı yoktur; bu ürünlerde işlem yapan yatırımcı, ürünün fiyatı ne olursa olsun alım ya da satımı gerçekleştirmek zorundadır. Opsiyon ise koşula bağlı bir anlaşmadır: ileri vadeli bir dayanak varlığı, belirli bir dönem sonunda, baştan belirlenmiş bir fiyattan alma ya da satma hakkı verir. Vade geldiğinde alma ya da satma zorunluluğunun olmaması, yani bir cayma hakkının bulunması, opsiyonu diğer üç üründen ayıran temel özelliktir. Hiç şüphesiz bu cayma hakkı bir ekonomik değere sahiptir; opsiyonu alan taraf bu hakkın bedeli olarak satıcıya opsiyon primi öder. Opsiyonu satan yani kısa pozisyonundaki taraf, üstlendiği koşullu yükümlülüğün karşılığında bu primi tahsil eder ve alıcının kârlı olduğu durumda ödeme yapmakla yükümlü olur. Bu nedenle opsiyon kontratlarında forward ve futures'tan farklı olarak dört taraf vardır: alım opsiyonunu alan ve satan ile satım opsiyonunu alan ve satan. Opsiyonlar hem tezgâh üstü hem organize piyasalarda işlem görür; satan tarafların temerrüt riski taşınması nedeniyle organize piyasalarda opsiyonlar için de teminatlandırma şarttır.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.3 - Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Forward ve Futures Sözleşmeleri: Yükümlülük, Teminatlandırma ve Merkezi Takas

KISACA

Forward anlaşmaları, belirli bir dayanak varlığı önceden belirlenmiş bir fiyat ve vadede alma ya da satma yükümlülüğü doğuran, kaçınılması mümkün olmayan sözleşmelerdir; sonlandırılması fiziki uzlaşısı yani teslimat ya da nakdi uzlaşısı yani sadece net kâr-zarar farkının transferi biçiminde olur. Teminat mekanizmasının bulunmaması forward'ı karşı taraf yani temerrüt riskine açık bırakır. Futures ise standart, resmi organize piyasalarda işlem gören ve üç katmanlı bir teminat yapısıyla çalışan sözleşmelerdir: başlangıç teminatı, sürdürme teminatı ve teminat tamamlama çağrısı. Kâr ve zararlar, mark-to-market denilen günlük uzlaşma mekanizmasıyla her gün teminat hesaplarına yansıtılır. Organize piyasalarda Merkezi Takas Kurumu alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenerek karşı taraf riskini üstlenir; çok taraflı netleştirme, temerrüt fonu ve kademeli şelale sistemi bu güvenceyi tamamlar. Türkiye'de bu işlevi VİOP bünyesinde Takasbank yürütür.

Forward sözleşmesinde taraflar, bir dayanak varlığı gelecekteki belirli bir tarihte ve baştan sabitlenmiş bir bedelle alıp satma taahhüdüne girer; bu taahhüt, kaçınılması mümkün olmayan bir yükümlülük doğurur. Vade geldiğinde alıcı yani uzun pozisyon sahibi, kontratta yazılı fiyattan dayanak varlığı almak; satıcı yani kısa pozisyon sahibi ise aynı fiyattan satmak zorundadır. Bu yükümlülüğünden kaçınmak hiçbir şartta mümkün değildir ve taraflardan biri diğerinin zararını karşılar. Forward anlaşmalarının sonlandırılması iki şekilde olur. Fiziki uzlaşıda dayanak varlığın kendisi teslim edilirken, nakdi uzlaşıda alacak ve borcun tamamı yerine yalnızca oluşan net kâr ya da zarar tutarı el değiştirir. Döviz forward kontratlarında genellikle nakdi netleşme tercih edilirken, dayanağı emtia veya hisse gibi fiziksel ürünler olan kontratlarda fiziki teslimat daha yaygındır. Forward'da başlangıçta genellikle teminat alınmadığından, kârlı çıkan tarafın alacağını tahsil edememesi ihtimali doğar; buna karşı taraf riski ya da temerrüt riski denir. Forward çeşitleri arasında en yaygın olanı döviz kuru forwardlarıdır; ayrıca hisse, emtia ve faiz oranı üzerine forwardlar da bulunur. Faiz oranı forwardlarının en yaygını, kısa vadeli LIBOR gibi bir referans faizi dayanak alan Forward Rate Agreement, kısaca FRA'dır.

Futures ile forward içerik olarak benzese de, aralarındaki farklar kontratların çalışma mekanizmasında ve takas yapısında saklıdır. İlk fark, futures kontratlarının içerik ve vade bakımından standart olmasıdır; forward ise kontrattan kontrata değişen, kişiselleştirilebilir bir yapıdadır. İkinci fark, futures işlemlerinin hukuki zemini daha iyi hazırlanmış organize piyasalarda gerçekleşmesi ve fiyatların herkesçe izlenebilmesidir. Üçüncü ve belirleyici fark ise futures işlemlerinde bir teminat mekanizmasının işleridir. Bu mekanizmanın amacı, vade geldiğinde işlemin gerçekleşmesi için gereken nakdin garanti altına alınmasıdır ve üç temel yapıdan oluşur. Başlangıç teminatı, hem uzun hem kısa pozisyonun kontrat değerinin belirli bir oranı kadar başta yatırdığı tutardır; çok genellenemese de dayanak varlığın günlük değişiminin yaklaşık üç standart sapması düzeyinde düşünülür. Kontrat büyüklükleri çarpan işlevi görür; örneğin BIST30 vadeli sözleşmesinde her kontratın çarpanı ondur,

dolayısıyla sözleşme fiyatı çarpanla çarpılarak nosyonel pozisyon büyüklüğüne ulaşılır. Sürdürme teminatı ise başlangıç teminatının belirli bir oranıdır; genellikle başlangıç teminatının yüzde yetmiş beşi olarak belirlenir. Teminatın değeri, vadeli ürünün fiyatındaki günlük değişime göre sürekli güncellenir; bu sürekli değerlendirmeye piyasa fiyatına göre değerlendirme yani mark-to-market denir. Portföy değerinin sürdürme teminatının altına inmesi durumunda aracı kurum, yatırımcıdan teminatını yeniden başlangıç seviyesine tamamlamasını ister; buna teminat tamamlama çağrısı yani margin call denir. Burada dikkat edilecek nokta, teminat seviyesinin sürdürme değil, doğrudan başlangıç seviyesine yükseltilmesidir. Yatırımcı bu nakdi sağlamazsa aracı kurum pozisyonu bir başka müşteriye devredebilir.

Günlük uzlaşma mekanizması, gün sonunda pozisyonlara yansıyan kâr ve zararın teminat hesaplarına dağıtılmasını sağlar; futures fiyatı yükseldiğinde kısa pozisyonun zararı uzun pozisyona kâr olarak yansır ve bu farklara değişken teminat yani variation margin denir. Bu mekanizma, kârlı taraf için gerekli nakdi sistemde her zaman hazır tutarak karşı taraf riskini sınırlar; tezgâh üstü forward piyasalarında böyle günlük ve organize bir teminat mekanizması bulunmaz.

Organize türev piyasalarının kalbinde Merkezi Takas Kurumu yer alır. Bu kurum, futures işlemlerinde alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenerek işlemlerin garantisini sağlar. Üye kuruluşlar başlangıç teminatı yatırır, pozisyonlar açık kaldıkça teminatlarını sürdürme seviyesinin üzerinde tutar ve bu seviyenin altına inildiğinde teminat tamamlama çağrısı alır. Kurum, kredi riskini azaltmak için netleştirme uygular. İkili netleştirmede yalnızca iki taraf arasındaki işlemler sadeleştirilirken, merkezi takas sisteminde kurum tüm işlemlerin karşı tarafı olarak çok taraflı netleştirme yapar; böylece taraflar arasındaki ikili bağlantılar ortadan kalkar ve sistemdeki toplam net pozisyon büyüklüğü sıfıra iner. Kurum ayrıca üyelerin katkıda bulunduğu bir temerrüt fonu tutar. Zararların karşılanması ise şelale sistemi denilen kademeli bir yapıyla işler: önce temerrüde düşen üyenin teminatı, ardından o üyenin temerrüt fonu katkı payı, sonra kurumun kendi risk sermayesi yani oyundaki payı, en sonunda diğer üyelerin katkıları ve kurumun kalan sermayesi devreye girer. Bu merkezi yapının bazı eleştirilen yönleri de vardır; risklerin üçüncü taraflarca üstlenilmesinin risk iştahını artırması olarak tanımlanan ahlaki risk, üyelerin risk profillerinin göz ardı edilmesinden doğan ters seçim ve tüm risklerin tek bir merkeze yönelmesinden kaynaklanan sistemik önemlilik bunların başında gelir. Türkiye'de organize türev piyasa, 2005 yılında İzmir merkezli Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile başlamış, 2013'teki birleşme sonrasında Borsa İstanbul çatısı altında VİOP adını almıştır; merkezi takas işlevini ise Takasbank yürütür. Kaldıraç ile başlangıç teminat oranı arasında ters bir ilişki vardır: teminat oranı düştükçe kaldıraç, dolayısıyla riskin büyüklüğü artar. 2008 küresel krizinden sonra tezgâh üstü piyasalar da yeniden düzenlenmiş; standart işlemlerin merkezi karşı taraf üzerinden takası, işlemlerin resmi bir kuruma raporlanması ve stres koşullarına yönelik dayanıklılık, kurtarma ve çözümleme adımlarından oluşan ilave önlem setleri hayata geçirilmiştir.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.4 • Opsiyonlar

Opsiyonlar: Alım–Satım Hakkı, Parada Olma Durumu ve Pozisyon Kâr/Zararı

KISACA

Sahibine dayanak varlığı belirlenen fiyattan satın alma hakkı veren opsiyona alım yani call, satma hakkı veren opsiyona ise satım yani put opsiyonu denir; sözleşmedeki bu fiyata kullanım ya da egzersiz fiyatı adı verilir. Yalnızca vade sonunda kullanılabilen opsiyonlara Avrupa tipi, vadesinden önce de kullanılabilenlere Amerikan tipi denir. Opsiyonun dayanak varlığın spot fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki ilişkiye göre sınıflandırılmasına parada olma durumu denir; opsiyon asli değerli, başabaş ya da asli değersiz olabilir. Opsiyon fiyatlarını altı temel faktör etkiler: dayanak varlık fiyatı, kullanım fiyatı, vade, volatilite, risksiz faiz oranı ve temettü. Opsiyonlarda alıcı ile satıcı arasında belirgin bir getiri asimetrisi vardır: alıcının kaybı ödediği primle sınırlıyken, satıcının kaybı çok geniş olabilir. Bu yüzden özellikle opsiyon satan tarafların teminat ve likidite yönetimine önem vermesi gerekir.

Opsiyonlar, dayanak varlıkların belirli bir dönem sonunda ve önceden belirlenen bir fiyattan alınıp satılma hakkını, yani opsiyonunu veren ürünlerdir. Bu ürünler hisse senetleri, hisse endeksleri, döviz kurları, hazine bonoları ve emtialar gibi geniş bir varlık yelpazesi üzerine yazılabilir. Opsiyonu satın alan yatırımcı vade sonunda işlem yapmama, bir anlamda cayma hakkına sahip olduğu için bu hakkın bedeli olarak bir prim öder; bu prim ve arkasındaki hesaplama anlayışı opsiyonu futures ve forward'dan ayıran en belirgin özelliktir.

Opsiyonların iki temel türü vardır. Sahibine dayanak varlığı sözleşmede belirtilen fiyattan satın alma hakkı veren opsiyona alım yani call opsiyonu denir. Sözleşmede belirlenen ve dayanak varlığın vadede kaçtan alınabileceğini gösteren fiyata ise egzersiz fiyatı ya da kullanım fiyatı adı verilir. Sahibine dayanak varlığı belirtilen fiyattan satma hakkı veren opsiyona ise satım yani put opsiyonu denir; fiyatın düşeceğini bekleyen yatırımcılar bu opsiyonu alır. Her iki türde de, eğer opsiyonu kullanmak yatırımcının lehine değilse, o sadece ödediği primi yakar. Bir başka ayırım kullanım zamanına dayanır: yalnızca belirli bir vade sonunda kullanılabilen opsiyonlara Avrupa tipi, yatırımcısına vadesinden önce de kullanma imkânı veren opsiyonlara ise Amerikan tipi denir.

Opsiyon fiyatlarını etkileyen parametrelerin başında, dayanak varlığın spot fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki ilişki gelir; bu ilişkiye göre yapılan sınıflandırmaya parada olma durumu denir. Spot fiyat kullanım fiyatına eşitse opsiyon başabaş yani at-the-money'dir. Alım opsiyonu için spot fiyat kullanım fiyatından yüksekse opsiyon asli değerli yani in-the-money olur ve primi daha yüksektir; spot fiyat kullanım fiyatından düşükse opsiyon asli değersiz yani out-of-the-money olur ve primi daha düşüktür. Satım opsiyonunda ise ilişki terse döner. Bu ilişki, IBM hissesi üzerine yazılan opsiyonlarda görüldüğü gibi, primi olan opsiyonun prim sınırındakinden daha pahalı, primden uzak opsiyonun ise daha ucuz olmasıyla kendini gösterir.

Opsiyon piyasalarında da forward ve futures'ta olduğu gibi üç temel yatırımcı türü bulunur: riskten korunmak isteyen hedgerlar, spekülative kazanç arayan spekülâtörler ve risksiz arbitraj kazancı kovalayan arbitrajcılar. Opsiyon fiyatlarını ise altı temel faktör etkiler. Dayanak varlık fiyatı arttıkça alım opsiyonu değer kazanır, satım opsiyonu değer kaybeder. Kullanım fiyatı yükseldikçe alım opsiyonu değersizleşir, satım opsiyonu değer kazanır. Vade uzadıkça normal şartlarda hem alım hem satım opsiyonu değerlendirir. Volatilite yani oynaklık arttıkça, dayanak varlığın ileride alacağı değerlerin değişkenliği ve opsiyonun kullanıma olasılığı yükseldiği için, hem alım hem satım opsiyonu primi artar. Faiz oranları arttığında elde varlık tutmanın alternatif maliyeti yükseldiği için alım opsiyonu değer kazanırken, kullanım fiyatının bugünkü değeri azaldığından satım opsiyonu değer kaybeder. Yalnızca hisse ve endeks opsiyonları için geçerli olan temettü ise, ödemenin hisse fiyatını düşürmesi nedeniyle alım opsiyonunun değerini azaltır, satım opsiyonunun değerini artırır.

Opsiyon pozisyonlarında kâr ve zarar, opsiyonun kullanıldığı noktada bir kırılma yaşayarak doğrusal olmayan bir yapı sergiler; bu, forward ve futures'ta görülmeyen bir özelliktir. Kullanım fiyatı 40 TL ve primi 4 TL olan bir alım opsiyonunu düşünelim. Uzun pozisyon sahibi, dayanak varlık 40 TL'nin üstüne çıktığında opsiyonu kullanır; örneğin varlık 50 TL olduğunda 50 eksi 40 eksi 4 hesabıyla 6 TL kazanır, 40 TL'nin altındaki her senaryoda ise yalnızca 4 TL'lik primi kaybeder. Uzun satım opsiyonunda ise tersine, dayanak varlık kullanım fiyatının altına indiğinde kâr elde edilir. Kısa pozisyon ise bir getiri asimetrisi barındırır. Alım opsiyonunu satan yatırımcının elde edebileceği azami kâr aldığı primle sınırlıdır; buna karşın dayanak varlık yükseldikçe zararı çok geniş bir çerçevede oluşabilir. Bu nedenle elinde dayanak varlık bulunmayan bir yatırımcının alım opsiyonu satması oldukça riskli bir stratejidir. Satım opsiyonu satan yatırımcının azami kârı da primle sınırlıdır ve dayanak varlığın belirgin biçimde düşmesi durumunda zarar eder. Bu asimetri nedeniyle satıcı konumundaki yatırımcıların teminat ve likidite yönetimine büyük önem vermesi gerekir; alıcılar ise primlerini baştan ödedikleri ve başka bir yükümlülük taşımadıkları için temerrüt riski yaratmazlar.

Global piyasalarda opsiyonlar hisse, endeks, bono ve tahvil, faiz, döviz ve emtia üzerine yazılır. En yaygın kullanılanlardan biri döviz opsiyonlarıdır. Örneğin bir yatırımcı 1 ABD Dolarını üç ay sonra belirli bir kurdan satın alma hakkı veren bir döviz alım opsiyonunda uzun pozisyon aldığı anda, ödediği prim maliyetini kullanım fiyatının üzerine eklediği noktada başabaş kur seviyesine ulaşır; net kâr elde etmesi için vade sonundaki kurun bu başabaş seviyesini aşması gerekir. Dünya piyasalarına oranla Borsa İstanbul'da çok daha sınırlı miktarda opsiyon işlem görür; VİOP altında hisse, hisse endeks ve döviz opsiyonları bulunur, ancak bunların işlem hacmi futures piyasalarının hayli altında kalır.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.5 · Swap (Değişim) Anlaşmaları

Swap Anlaşmaları: Faiz ve Döviz Takasları ile Değerleme

KISACA

Swap, iki tarafın ileride gerçekleşecek nakit akışlarını el değiştirmesiyle oluşan ve küresel piyasalarda en fazla işlem gören türev kontratıdır. En yaygın türü faiz takasıdır: taraflar belirli bir anapara, yani nosyonel değer üzerinden birbirlerine sabit ve değişken faiz öder; sabit ödeyen taraf faizlerin yükselmesinden, değişken ödeyen taraf düşmesinden kazançlı çıkar. Anapara genellikle el değiştirmez, yalnızca dönemsel faiz farkları takas edilir. Döviz takasında ise taraflar farklı para birimleri üzerinden faiz öder ve görelî borçlanma maliyeti avantajından yararlanır; burada anapara hem başta hem vadede kur riski olmaksızın el değiştirir. Bir faiz swapının değeri, özü itibarıyla değişken faizli bir tahvil ile sabit faizli bir tahvilin fiyat farkına eşittir ve başlangıçta sıfıra yakınken zamanla pozitif ya da negatif olabilir. Swaplar en çok banka ve reel sektör firmalarının faiz riskini yönetmesinde kullanılır.

Swap anlaşmaları, iki şirketin ileride alacağı nakit akışlarının el değiştirmesi biçiminde oluşturulan kontratlardır ve küresel piyasalarda en fazla işlem gören türev ürünüdür. Tezgâh üstü piyasalarda en sık görülen swap türü faiz swapıdır. Bir swap anlaşmasında taraflardan biri sabit bir ödeme yaparken diğeri değişken, genellikle bir endekse dayalı bir ödeme planı seçer; her iki taraf da el değiştirecekleri dayanağın gelecekteki değeri hakkında farklı beklentilere sahiptir. Faiz ödemelerinin üzerinden hesaplandığı anaparaya nosyonel değer denir ve bu işlemlerin önemli kısmında anaparanın kendisi el değiştirmez. Swap piyasalarında işlemlerin ayrıntısını taraflar dışındaki oyuncular bilmez; standart dokümantasyonu ISDA sağlar. Swaplar normalde vade sonuna kadar tutulur, çünkü şirketler bunlara çoğunlukla risk yönetimi amacıyla girer; ancak likit piyasalarda spekülâtif amaçla alınıp satılmaları da mümkündür. Forward'da olduğu gibi swap piyasasında da karşı taraf riski vardır; taraflardan birinin gereken faiz ödemesini yapamaması durumunda temerrüt riski doğar ve nitekim 2007–2008 ABD krizinde bazı kurumların batmasıyla bu risk gerçekleşmiştir.

En yaygın kullanılan swap türü faiz takasıdır. Faiz swapı sözleşmesi, tarafların belirli bir anapara üzerinden bir sabit faiz ödeme planı ile bir değişken faiz ödemesini el değiştirmesiyle gerçekleşir. Örneğin nosyonel değeri 100 milyon ABD Doları olan beş yıl vadeli bir anlaşmada bir taraf yıllık sabit bir faiz öderken, karşılığında her yıl değişken bir referans faiz alır. Sabit ödeme planı bellidir ve değişmez; değişken faizi ödeyecek tarafsa ilk dönem hariç gelecekte ne kadar ödeyeceğini bilmez, çünkü faizler her dönem piyasa arz ve talebine göre yeniden belirlenir. Değişken faizi ödemeyi seçen taraf faizlerin düşeceğini beklerken, sabit faiz ödeyen taraf yükseleceğini bekler; faizler sabit orandan yukarı çıkarsa sabit ödeyen taraf, aşağı inerse değişken ödeyen taraf kârlı çıkar. Şirketler swap sayesinde sabit faizli borçlarını değişken faizliye ya da değişken faizli borçlarını sabit faizliye dönüştürebilirler.

Bir başka önemli tür döviz takasıdır. Bu anlaşmalarda taraflar birbirlerine farklı döviz cinsinden faiz öder ve faiz swapından farklı olarak anapara hem başlangıçta hem de vadede kur riski olmaksızın el değiştirir. Döviz swapının ekonomik mantığı görelî maliyet avantajına dayanır: örneğin bir Avrupalı firma kendi bölgesinde ABD Dolarını daha pahalı bulurken, bir ABD'li firma Avrupa'da Euro finansmanına

daha zor ulaşabilir. Her iki taraf da kendi bölgesinde daha ucuza fon bulup bu avantajı karşı tarafla paylaştığında, iki firma da normalde daha maliyetli borçlanacakları para biriminden daha ucuza borçlanmış olur. Örneğin bir Amerikan ve bir İngiliz şirketi, anapara olarak belirli bir dolar ve pound tutarını takas ederek beş yıl boyunca birbirlerine farklı para birimlerinden sabit faiz öder ve vade sonunda anaparaları geri değiştirir; böylece her biri diğerinin borçlanma maliyeti avantajından yararlanır.

Swap kontratlarının değeri, yatırımcının pozisyonunu vade sonundan önce devretmek istemesi durumunda önem kazanır. Faiz swapının değeri, özü itibarıyla değişken faizli bir tahvil ile sabit faizli bir tahvilin fiyat farkına eşittir. Sabit ödeme yükümlülüğü altına giren bir yatırımcı, sabit faizli tahvilde kısa, değişken faizli tahvilde uzun pozisyon almış gibi düşünülür; dolayısıyla onun için swapın değeri, değişken faizli tahvilin değerinden sabit faizli tahvilin değerinin çıkarılmasıyla bulunur. Değişken ödeme yükümlülüğü olan tarafta ise ilişki tersine döner. Değişken faizli tahvilin değeri, faiz ödemesinin hemen ardından nominal değerine eşit olurken, ödemenin hemen öncesinde nominal değer ile ödenecek faiz tutarının toplamına eşittir. Faiz swapının değeri sözleşmenin başlangıç tarihinde sıfıra yakındır; sonraki süreçte faiz beklentilerine bağlı olarak pozitif ya da negatif olabilir. Döviz swapının değerlendirilmesinde ise farklı para cinslerindeki tahvil değerleri, spot döviz kuruyla ortak bir para birimine çevrilerek karşılaştırılır. Sonuç olarak swap ürünleri en yaygın biçimde banka ve reel sektör firmalarının faiz risklerini yönetmek amacıyla kullanılır; örneğin değişken faizle borçlanmış bir şirket, faizlerin yükselmesi riskine karşı sabit ödeyip değişken alacağı bir swap anlaşmasına girerek faiz maliyetini sabitleyebilir.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.6 - Diğer Türev Araçlar

Egzotik Opsiyonlar, Farklı Swap Türleri ve Kredi Temerrüt Takasları

KISACA

Avrupa ve Amerikan opsiyonlarının dışında, genellikle karmaşık yapılı ve tezgâh üstü piyasalarda işlem gören egzotik opsiyonlar bulunur. Dijital yani ikili opsiyonlar, dayanak varlığın vade sonunda bir eşik değer üstünde ya da altında olmasına göre sabit bir nakit ödeyen ürünlerdir. Bariyerli opsiyonlar, karlılığın dayanak fiyatının bir bariyer seviyesine ulaşip ulaşmamasına bağlı olduğu, knock-in ve knock-out türlerine ayrılan ve vanilla eşdeğerlerinden daha ucuz ürünlerdir. Asya opsiyonlarında getiri, vade sonundaki tek fiyata değil, dayanağın ortalama fiyatına bağlıdır. Seçim opsiyonları ise yatırımcıya vade öncesinde alım mı satım mı olacağını seçme hakkı verir. Standart swapların dışında azalan anapara üzerine kurulu amortizing swaplar ve emtia swapları da vardır. Kredi temerrüt takasları yani CDS'ler ise bir borçlunun temerrüdüne karşı sigorta işlevi görür; koruma alan taraf düzenli prim öder, koruma satan taraf temerrüt halinde ödeme yapar.

Avrupa ve Amerikan tipi standart opsiyonların dışında, farklı risk ve getiri olanakları sunan çok çeşitli opsiyonlar bulunur; genellikle karmaşık yapıya sahip bu ürünlere literatürde egzotik opsiyonlar denir ve çoğunlukla tezgâh üstü piyasalarda işlem görürler. En yaygın kullanılanların ilki dijital opsiyonlardır. Bu opsiyonlar, dayanak varlığın vade sonunda önceden belirlenmiş bir değer üstünde ya da altında olma durumuna göre belli bir nakit tutarı öder; burada bir kullanım fiyatı yerine bir eşik değer vardır ve prim yalnızca ödenecek nakdin büyüklüğüne bağlıdır. Primi oluşturan sonuç kümesi sıfır ile ödenecek nakit miktarından ibaret olduğu için bu opsiyonlar ikili yani binary opsiyon olarak da adlandırılır. Örneğin bir yatırımcı, eşik seviyesi belirli bir kur olan ve o seviyenin aşılması durumunda sabit bir nakit ödeyen dijital opsiyona prim ödeyerek girebilir; kur eşik aşarsa sabit tutarı alır, aşamazsa yalnızca primini kaybeder.

İkinci egzotik tür bariyerli opsiyonlardır. Burada opsiyonun karlılığı, dayanak varlığın fiyatının belirli bir vade aralığında sabit bir bariyer seviyesine ulaşip ulaşmadığına bağlıdır. Knock-out opsiyonlar sözleşme tarihinde aktiftir ve dayanak fiyatı bariyeri geçmediği sürece vanilla opsiyon gibi ödeme yapar; bariyer geçilirse sözleşme iptal olur. Knock-in opsiyonlar ise başlangıçta pasiftir ve ancak bariyer geçildiğinde standart bir Avrupa tipi opsiyona dönüşerek işlerlik kazanır. Bariyerli opsiyonların en önemli çekiciliği, prime kısıt getiren bariyer seviyeleri içermeleri nedeniyle bariyersiz vanilla opsiyonlara kıyasla daha az maliyetli olmalarıdır; örneğin bir alım opsiyonu satan yatırımcı için knock-out özelliği, kurun kontrolden çıkarak yükselmesi durumunda karşılaşılabilecek devasa zararı sınırlayabilir.

Üçüncü tür Asya opsiyonlarıdır. Bu opsiyonlar, dayanak varlığın yalnızca vade tarihindeki değeriyle değil, opsiyonun vade süresi boyunca ya da belirli bir kısmında aldığı ortalama fiyatla ilgilenir; ortalama hesabında geometrik veya aritmetik yöntem kullanılabilir. Ortalama fiyatın spot fiyata göre daha istikrarlı olması nedeniyle bu opsiyonların maliyeti aynı özellikteki bir Avrupa tipi opsiyona göre daha

düşüktür ve yatırımcıları volatilité riskine karşı korurlar; bir havayolu şirketinin altı ay boyunca ham petrol fiyatındaki dalgalanmadan korunmak için ortalama fiyatlı bir Asya alım opsiyonu satın alması tipik bir örnektir. Dördüncü tür seçim opsiyonlarıdır. Bu opsiyonlar yatırımcıya, vade tarihinden önce satın aldığı opsiyonun alım mı yoksa satım mı olacağını seçme hakkı verir; dayanak varlığın yönü hakkında bir tahmin gerektirmediği için volatilitenin değerlendirilmesinde esneklik sağlar, ancak bu esneklik nedeniyle diğer opsiyonlara göre daha maliyetlidir.

Standart faiz ve döviz swaplarının dışında da çok sayıda swap türü vardır. Anapara yerine azalan anapara üzerine kurulan swaplara amortizing swap denir; burada ödenen faiz her değişim tarihinde daha düşük bir baz üzerinden hesaplanır. Emtia fiyat risklerini yönetmek için kullanılan emtia swapları da yaygındır; örneğin bir yatırımcı beş yıl boyunca karşı tarafa sabit bir varil fiyatı öderken karşılığında her yıl oluşan piyasa fiyatını alarak petrol maliyetini sabitleyebilir.

Bu bölümün en önemli ürünlerinden biri kredi temerrüt takaslarıdır. CDS olarak bilinen bu ürünler, ülkelerin ya da şirketlerin borçlarını ödeyememe durumuna karşı bir sigorta işlevi görür. Bu anlaşmalarda üç taraf vardır: korumayı satın alan taraf, korumayı satan taraf ve korumaya referans olan taraf. Korumayı satın alan taraf, temerrüt gerçekleşmediği sürece vade boyunca düzenli sabit ödemeler yapar; korumayı satan taraf ise referans tarafın ödeme aczine düşmesi durumunda sigortalanan tarafa ödeme yapmayı kabul eder ve bu ödeme fiziksel teslimat ya da nakit biçiminde olabilir. Böylece sabit getirili ürüne sahip tarafın kredi riski, takası satan tarafa aktarılmış olur. CDS primleri baz puan cinsinden ifade edilir ve temelde referans varlığın getirisi ile aynı vadedeki risksiz bono getirisi arasındaki farktan hesaplanır. Primlerin belirlenmesinde temerrüt olasılığı ile temerrüt halinde ödenecek tutarı belirleyen tazmin oranı önemli rol oynar. CDS primi, borçlunun batma riski arttıkça yükselir; ayrıca vade uzadıkça kredi riski beklentisi de arttığından primler yükselir. Nitekim Haziran 2026 itibarıyla Türkiye'nin beş yıl vadeli CDS primi yaklaşık 220 baz puan düzeyindeydi ve daha uzun vadeli kontratlarda bu değer daha da yükseliyordu. Bir örnekle özetlersek, bir banka belirli bir anapara üzerinden bir ülke CDS'i aldığı anda, her yıl prim öder; temerrüt gerçekleşirse ödemeyi durdurup koruma sağlayıcıdan ana para üzerinde oluşan kaybı tahsil eder ve böylece potansiyel büyük kaybını ödediği prim düzeyine indirmiş olur.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.7 · Türev Araçların Risk Yönetiminde Kullanımı

Türev Araçlarla Riskten Korunma: Hedge, Baz Riski ve Portföy Yönetimi

KISACA

Türev araçların risk yönetimindeki temel işlevi, riskin nötr hale getirilmesi anlamına gelen hedge işlemidir; birbiriyle yüksek pozitif korelasyonlu iki piyasada zıt yönlü pozisyonlar alınarak risk en aza indirilir. Elde tutulan bir varlığın satılacağı durumda kısa hedge, ileride alınacak bir varlıkta ise uzun hedge yapılır. Gerçek piyasalarda spot ile vadeli fiyat farkı olan baz sınırlanmayabilir; bundan doğan belirsizliğe baz riski denir ve vade uyumsuzluğu ile çapraz hedge bu riski büyütür. Baz riskini en aza indirmek için minimum varyanslı optimal hedge oranı kullanılır. Portföy düzeyinde ise hisse portföylerinde sistematik risk beta üzerinden endeks vadeli sözleşmelerle, sabit getirili portföylerde faiz duyarlılığı durasyon ve baz noktası değeri üzerinden faiz vadeli sözleşmeler ya da faiz swaplarıyla, döviz pozisyonlarında ise kur riski forward ve futures kontratlarıyla yönetilir.

Finansal riskler arasında en önemlilerinden biri piyasa riskidir; bu risk, ters fiyat hareketlerine bağlı olarak mevcut pozisyonun uğrayabileceği değer kaybı ihtimalini ifade eder. Türev araçlarla bu riskin mümkün olduğunca nötr hale getirilmesi hedeflenir ve riskin azaltılması ya da nötrlenmesine finansal literatürde hedge denir. Hedge, finans matematiğinde birbiriyle yüksek pozitif korelasyonu olan iki piyasada, örneğin spot ve vadeli piyasada, zıt yönlü pozisyonlar alınarak riskin en aza indirilmesi anlamına gelir. Hedge iki biçimde yapılır. Kısa hedge, ilgili türev araçta satış yönlü işlemi ifade eder ve elde tutulan bir varlığın ileride satılma ihtimaline karşı yapılır; örneğin üç ay sonra buğdayını satacak bir firma, fiyat düşüşü riskine karşı vadeli sözleşmede kısa pozisyon alır. Uzun hedge ise alış yönlü işlemidir ve ileride bir varlığın satın alınacağı durumda uygulanır; hammadde alacak bir üretici, fiyat artışı riskine karşı vadeli sözleşmede uzun pozisyon alır. Her iki örnekte de spot piyasadaki zarar, vadeli piyasadaki kârla dengelenir.

Ancak gerçek piyasa koşullarında bu dengelenme her zaman kusursuz işlemez; bunu açıklayan kavram baz ve baz riskidir. Baz, belirli bir andaki spot fiyat ile vadeli fiyat arasındaki farktır. Bir sözleşmenin vadesi yaklaştıkça vadeli fiyat spot fiyata doğru yaklaşır ve teslimat tarihinde arbitraj mekanizmalarıyla iki fiyat eşitlenir; bu eğilime yakınsama denir ve vade sonunda bazın sıfır olması beklenir. Vadeden önce ise arz-talep dengesi, faiz oranları ve taşıma maliyetlerindeki değişimler nedeniyle baz sürekli dalgalanır; bu belirsizliğe baz riski denir. Vadeli fiyatın spot fiyattan yüksek olduğu, bazın negatif olduğu duruma contango yani normal piyasa; spot fiyatın vadeli fiyattan yüksek olduğu, bazın pozitif olduğu duruma ise backwardation yani ters piyasa denir. Baz riskini doğuran temel unsurlar; hedge edilen varlığın nakit akış tarihi ile sözleşmenin vadesinin örtüşmemesi, riskten korunulacak varlıkla birebir aynı bir sözleşmenin bulunamamasından doğan çapraz hedge ihtiyacı ve teminat tamamlama çağrısı nedeniyle pozisyonun zorunlu tasfiyesidir. Yatırımcının karşılaştığı efektif fiyat, başlangıçtaki vadeli fiyat ile gerçekleşen bazın toplamına eşittir; baz sınırlanmazsa efektif fiyat hedeflenen vadeli fiyattan sapar.

Çapraz hedge işlemlerinde ya da vade farklılıklarından kaynaklanan baz riskini en aza indirmek için minimum varyanslı optimal hedge oranı kullanılır. Bu oran, spot ve vadeli fiyat değişimleri arasındaki korelasyonun, spot varlıktaki değişimin standart sapmasının vadeli sözleşmedeki değişimin standart sapmasına oranıyla çarpımıdır. Spot ve vadeli fiyat değişimleri tam uyumluysa hedge oranı bire, yani birebir hedge'e eşit olur; varlıkların oynaklıkları farklılaştıkça oran birin altına ya da üstüne çıkabilir. Optimal hedge oranı bulunduktan sonra, bu oran spot pozisyon büyüklüğünün bir vadeli sözleşme büyüklüğüne oranıyla çarpılarak alınması ya da satılması gereken kontrat sayısına ulaşılır.

Portföy düzeyinde risk yönetimi, varlığın türüne göre farklı duyarlılıklar üzerinden yürütülür. Hisse senedi portföylerinde piyasanın genel hareketlerine olan duyarlılığı beta katsayısı temsil eder; çeşitlendirmeye giderilemeyen bu sistematik risk, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleriyle yönetilebilir. Beta yönetiminde, portföyün mevcut betası ile hedeflenen beta arasındaki fark, endeks sözleşmesinin betasına ve portföy değeri ile sözleşme büyüklüğü oranına bağlanarak gerekli kontrat sayısı bulunur; beta tamamen hedge edildiğinde portföy sentetik olarak risksiz varlığa dönüşür ve yalnızca risksiz faiz getirisi elde eder. Bir yöneticinin bunu tercih etme nedeni, piyasa yönünden bağımsız olarak kendi hisse seçim yeteneğinden doğan getiriyi, yani alpha'yı izole etmektir. Sabit getirili menkul kıymetlerde ise faiz oranı riski durasyon üzerinden ölçülür; durasyonu yüksek portföyler faiz değişimlerine daha duyarlıdır. Faiz riskinin yönetiminde durasyonun parasal karşılığı olan baz noktası değeri, yani BPV kullanılır ve amaç portföyün baz noktası değeri ile vadeli sözleşmenin baz noktası değerini eşitlemektir. Tahvil vadeli sözleşmelerinde teslimatı standartlaştırmak için borsalar bir referans kupon oranı belirler ve satıcı, teslimat sepetindeki en düşük maliyetli tahvili, yani CTD'yi seçerek teslim eder; hesaplamalarda her tahvil için ilan edilen çevrim içi faktörü kullanılır. Durasyon yönetiminde faiz swapları da kullanılabilir; faiz artışı bekleyen bir portföy yöneticisi, değişken faiz alıp sabit faiz ödeyen bir swaba girerek portföyünün durasyonunu düşürür. Bankaların ve sigorta şirketlerinin bilançolarında varlık ve yükümlülüklerin faiz duyarlılıkları arasındaki farka durasyon boşluğu denir ve bu açık, varlık ile yükümlülüğün baz noktası değerleri karşılaştırılarak faize dayalı vadeli sözleşmelerle kapatılır.

Son olarak, döviz pozisyonlarındaki kur riski de vadeli işlemlerle yönetilir. Döviz borcu olan ya da ithalatçı konumundaki bir yatırımcı kurun yükselmesinden zarar görürken, dövizde uzun pozisyon taşıyan ya da ihracatçı konumundaki bir yatırımcı kurun düşmesinden, yani yerli paranın değerlenmesinden zarar görür. İhracatçı, üç ay sonraki döviz gelirini korumak için aynı vadede döviz futures ya da forward kontratında kısa pozisyon alarak kurunu sabitlerken, ithalatçı aynı amaçla uzun pozisyon alır; böylece spot piyasadaki zarar vadeli pozisyondan gelen kârla tam olarak dengelenir. Uluslararası yatırımlarda temel kural, işlemin her zaman kotasyondaki baz para birimi üzerinden kurgulanmasıdır. Hedge oranının birin altında tutulmasına eksik hedge, üstünde tutulmasına ise fazla hedge denir. Vadeli kontratlarla kur riski hem statik biçimde, yani pozisyon vade boyunca sabit tutularak, hem de dinamik biçimde, yani yabancı varlığın değeri değiştikçe pozisyon güncellenerek yönetilebilir.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.8 - Türev Araçların Fiyatlaması

Türev Araçların Fiyatlaması: Taşıma Maliyeti, Black-Scholes ve Duyarlılık Ölçütleri

KISACA

Vadeli işlem sözleşmelerinin teorik fiyatı taşıma maliyeti modeliyle belirlenir: vadeli fiyat, spot fiyata taşıma maliyetinin eklenip varlığın dönem içi getirisinin düşülmesiyle bulunur. Bu fiyatlama, risk nötr ve arbitrajsız fiyatlama ilkelerine dayanır; teorik fiyat piyasa fiyatından saparsa arbitraj imkânı doğar. Opsiyon fiyatlamasında ise iki temel çerçeve vardır. Aynı dayanağa, kullanım fiyatına ve vadeye sahip Avrupa tipi alım ve satım opsiyonları arasındaki denge, alım-satım opsiyon paritesiyle kurulur. Avrupa tipi opsiyonlar için en yaygın model, 1970'lerin başında Black, Scholes ve Merton tarafından geliştirilen ve hisse fiyatlarının log-normal dağıldığını varsayan Black-Scholes modelidir. Amerikan tipi opsiyonlar için ise binom ağacı modeli daha uygundur. Opsiyon fiyatının çeşitli faktörlere duyarlılığı delta, gamma, teta, vega ve rho gibi Greek ölçütleriyle incelenir; piyasanın ileriye dönük oynaklık beklentisi ise örtük volatilité ile ölçülür.

Vadeli işlem sözleşmelerinin teorik fiyatı taşıma maliyeti, yani cost of carry modeline göre belirlenir. Bu modele göre vadeli fiyat, spot fiyata taşıma maliyetinin eklenmesiyle bulunur; taşıma maliyeti, dayanak varlığın vade sonuna kadar elde tutulmasından doğan faiz, depolama ve sigorta gibi maliyetlerden, varlığın dönem içindeki getirisinin çıkarılmasıyla hesaplanır. Finansal araçlarda taşıma maliyeti yalnızca faiz maliyetinden oluşurken, mallarda buna depolama ve sigorta da eklenir. Vadeli fiyat ile spot fiyat arasındaki fark vadeye yaklaştıkça azalır ve vade tarihinde iki fiyat eşitlenir. Bu fiyatlama iki ilkeye dayanır. Risk nötr fiyatlamaya göre vadeli sözleşmeler teorik olarak risksizdir, dolayısıyla spot ve vadeli fiyat arasındaki farkı belirleyen temel unsur risksiz faiz oranıdır ve spot fiyat zaman içinde ek bir risk primi içermeyen risksiz faiz kadar değer kazanır. Arbitrajsız fiyatlama, yani tek fiyat kanununa göre ise gelecekte aynı nakit akışını sağlayan iki varlığın bugünkü fiyatları da aynı olmalıdır. Dayanak varlığın dönem içi getirisi olduğunda model, spot fiyattan bu getirinin bugünkü değeri düşülerek genişletilir. Teorik vadeli fiyat piyasa fiyatından farklılaştığında arbitrajcılar devreye girer: vadeli kontrat aşırı değerliyse kontratta kısa pozisyon açılıp risksiz faizle borçlanarak dayanak varlık satın alınır; aşırı değersizse tersi yapılır. Vadeli kontratın değeri kurulum anında sıfırdır; sonrasında forward kontratının değeri nakit akışına bağlı olarak değişirken, futures kontratlarında günlük netleştirme yapıldığı için değer her gün sıfırlanır.

Dayanak varlığa göre fiyatlama biraz farklılaşır. Hisse ve hisse endeksi vadeli sözleşmelerinde temettü getirisi hesaba katılır; döviz kuru sözleşmelerinde ise iki ülkenin risksiz faiz oranlarının kullanıldığı vadeli kur paritesi yöntemi uygulanır ve faiz getirisi yüksek olan para biriminin vadeli piyasada değeri daha düşük fiyatlanır. Emtia fiyatlamasında ise ek kavramlar devreye girer. Emtialar nakit akışı sağlamadığından fiyatları arz-talep dinamiğine bağlıdır; kıymetli maden gibi emtialarda taşıma maliyetine depolama ve kiralama maliyeti eklenirken, petrol ve doğal gaz gibi tüketim amaçlı emtialarda malı elde bulundurma sağladığı kolaylık getirisi yani convenience yield ortaya çıkar.

Örtük getiri risksiz faizden küçük olduğunda piyasa contango yapısına, büyük olduğunda backwardation yapısına geçer. Faiz vadeli sözleşmelerinin fiyatlamasında ise en düşük maliyetli tahvilin, yani CTD'nin belirlenmesi ve çevrim faktörünün kullanılması esastır.

Opsiyonların fiyatlaması, içerdikleri belirsizlik nedeniyle daha karmaşık bir mantık taşır ancak yine arbitrajsız fiyatlama ve risk nötr beklenti ilkesine dayanır; opsiyonlar da dayanak varlık ile risksiz varlığın bir kombinasyonu olarak sentetik biçimde kurulabilir. Aynı dayanağa, kullanım fiyatına ve vadeye sahip Avrupa tipi bir alım opsiyonu ile satım opsiyonu arasındaki denge ilişkisine alım-satım opsiyon paritesi, yani put-call parity denir. Bu ilişki, opsiyon primlerinden biri bilindiğinde diğerinin bulunmasını mümkün kılar ve eşitlik sağlanmadığında arbitraj imkânı doğar. Avrupa tipi opsiyonların fiyatlamasında en yaygın model, 1970'lerin başında Fischer Black, Myron Scholes ve Robert Merton tarafından geliştirilen Black-Scholes modelidir. Model, hisse fiyatlarının log-normal dağıldığını, volatilitenin ve ortalamanın sabit olduğunu, vergi ve işlem maliyeti bulunmadığını, arbitraj imkânının olmadığını ve risksiz faizin sabit olduğunu varsayar. Alım opsiyonunun değeri, kümülatif standart normal dağılım fonksiyonundan yararlanılarak, dayanak varlık fiyatı ile kullanım fiyatının bugünkü değerinin belirli olasılıklarla ağırlıklandırılmış farkı olarak hesaplanır. Modelin belirgin sınırlamaları vardır: sabit volatilité varsayımı gerçek piyasalarla örtüşmez, standart sapmanın simetrik bir ölçü olması aşırı uç hareketleri yani fat tails'i ve volatilité kümelenmesini yeterince yansıtamaz.

Opsiyon fiyatlamasının diğer önemli ayağı, fiyatın çeşitli faktörlere olan duyarlılığını ölçen ve Greek olarak bilinen parametrelerdir. Delta, dayanak varlığın fiyatındaki küçük değişimlere karşı opsiyon fiyatının duyarlılığını ölçer; alım opsiyonlarında pozitif, satım opsiyonlarında negatiftir ve mutlak değeri sıfır ile bir arasında yer alır. Asli değeri çok yüksek bir opsiyonun deltası bire, asli değersiz bir opsiyonunki sıfıra, başabaş bir opsiyonunki ise yaklaşık yarıya yakındır. Deltanın en önemli kullanımı, dayanak varlığın fiyat hareketlerini birebir karşılayarak riski nötrleyen delta nötr stratejisidir. Gamma, dayanak varlıkta büyük değişimler yaşandığında deltanın kendisinin nasıl değiştiğini, yani opsiyon değerindeki konveks hareketi ölçer ve hem alım hem satım opsiyonunda pozitiftir. Teta, opsiyonun vadeye kalan süredeki azalmaya karşı duyarlılığını, yani zaman aşınmasını ölçer ve genellikle negatiftir; vade yaklaştıkça opsiyon değer kaybeder. Vega, dayanak varlığın volatilitesindeki değişime karşı opsiyon fiyatının duyarlılığını ölçer. Rho ise faiz oranındaki değişime karşı duyarlılığı ölçer ve alım opsiyonunda pozitif, satım opsiyonunda negatiftir. Bir portföyün delta, gamma ve vega gibi duyarlılıkları, uygun opsiyon ve dayanak varlık kombinasyonlarıyla nötr hale getirilebilir.

Black-Scholes modelinde kullanılan volatilité geçmiş verilere dayanır ve sabit varsayılır; oysa gerçekte volatilité piyasa beklentileriyle sürekli değişir. Beklentiye dayalı, ileriye dönük volatilitéye örtük volatilité denir ve doğrudan gözlemlenemediği için opsiyon fiyatlama modelleri aracılığıyla tahmin edilir. Bir opsiyonun piyasa değeri hesaplanan değerinden yüksekse volatilitenin artacağı, düşükse azalacağı beklentisi doğar. Örtük volatilitéyi izleyen en bilinen gösterge, korku endeksi olarak da bilinen ve S&P 500 endeksine dayalı otuz gün vadeli opsiyon fiyatlamalarından hesaplanan VIX endeksidir; VIX yükselirken hisse piyasası genellikle düşer, çünkü belirsizlik arttığında risk iştahı azalır. Opsiyon fiyatlarının içsel değer ile zaman değerinden oluşması nedeniyle alt ve üst sınırları da vardır; fiyat bu sınırların dışına çıkarsa arbitraj fırsatı doğar. Son olarak, Amerikan tipi opsiyonlar için daha

uygun olan binom ağacı modelinde, dayanak varlığın fiyatının her dönem belirli bir olasılıkla belirli oranlarda artıp azalacağı varsayılır; hisse ve opsiyondan risksiz bir portföy kurularak, bu portföyün risksiz faiz kadar getirmesi ilkesinden opsiyonun cari fiyatı geriye doğru bugüne indirgenerek bulunur. Dönem aralığı kısaltıldıkça binom modeli, Black-Scholes modeline yakınsar.

7. TÜREV ARAÇLAR, PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

İçindekiler

7.9 · Türev Araç Stratejileri

Opsiyon Stratejileri: Yayılma, Pergel, Çanak, Kelebek ve Sentetik Pozisyonlar

KISACA

Yatırımcılar aynı dayanak varlığı farklı vade ve kullanım fiyatlarında alıp satarak çeşitli risk-getiri profilleri oluşturabilir; opsiyonlar bu açıdan spot ve futures piyasalarından çok daha fazla alternatif sunar. Fiyat bazlı yani dikey yayılma stratejileri, farklı kullanım fiyatlı iki opsiyonda eş zamanlı uzun ve kısa pozisyon alarak sınırlı bir kâr ve sınırlı bir zarar oluşturur ve yatırımcının yön beklentisine göre kurulur. Pergel ve çanak stratejileri, alım ve satım opsiyonunun birlikte alınıp satılmasıyla oynaklık üzerine pozisyon almayı sağlar; kelebek stratejisi kâr ve zararı her iki uçtan da sınırlar. Strip ve strap stratejileri, dalgalanmanın yönüne dair asimetrik bir beklentiyi yansıtır. Sentetik pozisyonlar ise tek bir enstrümanla alınan pozisyonun aynısını opsiyon ve dayanak varlık kombinasyonlarıyla oluşturur; koruyucu satım ve korunmalı alım bu grubun en bilinen örnekleridir.

Türev ürün yatırımcıları, farklı opsiyon türlerini alıp satarak çok çeşitli yatırım alternatifleri oluşturabilir. Aynı dayanak varlığı farklı vade ve farklı kullanım fiyatlarında alıp satmak, spot ve futures piyasalarından çok daha zengin risk-getiri profilleri yaratmaya olanak tanır; bu stratejiler sayesinde yatırımcılar yükselen, düşen ve hatta durgun piyasalarda kâr elde edebilir. Salt alım ya da salt satım pozisyonları görece standart olduğundan, asıl ilginç yapılar opsiyonların birleştirilmesiyle kurulanlardır.

İlk grup fiyat bazlı, yani dikey yayılma stratejileridir. Bunlar, kullanım fiyatı farklı olan iki Avrupa tipi alım ya da satım opsiyonunda eş zamanlı olarak uzun ve kısa pozisyon alınarak oluşturulur ve amaçları sınırlı bir kâr karşılığında sınırlı bir zarar sağlamaktır. Alım opsiyonlu artış yönlü yayılmada, yani bull call spread'de yatırımcı düşük kullanım fiyatlı alım opsiyonunu alıp yüksek kullanım fiyatlı olanını satar; fiyatların yükseleceğini bekler ve başlangıçta hesabından net prim çıkışı olur. Satım opsiyonlu artış yönlü yayılma, yani bull put spread aynı beklentiyi taşır ancak başlangıçta hesaba net prim girişi sağlar. Azalış yönlü stratejiler bunların tersidir: alım opsiyonlu azalış yönlü yayılma yani bear call spread ile satım opsiyonlu azalış yönlü yayılma yani bear put spread, fiyatların düşeceğini bekleyen yatırımcı tarafından kurulur. Bu stratejilerin tamamında hem azami kâr hem azami zarar, kullanım fiyatı farkı ve ödenen ya da tahsil edilen net prim üzerinden önceden hesaplanabilir ve tek bir başabaş noktası vardır.

İkinci grup, oynaklık üzerine pozisyon alan stratejilerdir. Pergel yani straddle stratejisi, aynı dayanağa, aynı kullanım fiyatına ve aynı vadeye sahip bir alım ve bir satım opsiyonunun birlikte alınması ya da satılmasıyla kurulur. Uzun pozisyonlu pergelde yatırımcı fiyatlarda önemli bir değişim bekler ancak yönü hakkında bir öngörüsü yoktur; azami zararı ödediği toplam primle sınırlıyken azami kâr potansiyeli sınırsızdır ve stratejinin iki başabaş noktası vardır. Kısa pozisyonlu pergel ise tam tersine fiyatların durgun kalmasını bekleyen yatırımcı içindir; azami kâr tahsil ettiği primle sınırlı, azami zararı sınırsızdır. Çanak yani strangle stratejisi pergele çok benzer, tek farkı alınan ya da satılan alım ve satım opsiyonlarının kullanım fiyatlarının farklı olmasıdır; uzun pozisyonlu çanak, fiyatın kullanım fiyatları

aralığının dışına çıkarak dalgalanmasını bekler. Kelebek yani butterfly stratejisi ise üç farklı kullanım fiyatlı opsiyon kullanır ve pergel ile çanaktan farkı, kârı ve zararı her iki uçtan da sınırlamasıdır. Uzun pozisyonlu kelebek düşük volatilité beklentisiyle kurulurken, kısa pozisyonlu kelebek yüksek volatilité beklentisini yansıtır.

Strip ve strap stratejileri, dalgalanmanın yönüne dair asimetrik bir beklentiyi ifade eder. Her ikisi de uzun pozisyonlu pergele benzer, ancak farklı ağırlıklar taşır. Strip stratejisinde yatırımcı bir alım ve iki satım opsiyonunda uzun pozisyon alır; yüksek dalgalanma beklerken aşağı yönlü hareketi daha olası görür, dolayısıyla düşüşten daha yüksek kâr elde eder. Strap stratejisinde ise iki alım ve bir satım opsiyonunda uzun pozisyon alınır; yatırımcı yine yüksek dalgalanma beklerken bu kez yukarı yönlü hareketi daha olası görür. Her iki stratejide de azami zarar ödenen toplam primle sınırlı, azami kâr ise sınırsızdır ve iki başabaş noktası bulunur.

Son grup sentetik pozisyonlardır. Sentetik pozisyon, tek bir enstrümanla alınan pozisyona eşdeğer bir pozisyonun, opsiyonlar ve dayanak varlıklarla oluşturulmasıdır; iki pozisyonun kâr-zarar grafiği aynıdır. Bunlar dayanak varlık sentetik pozisyonları ile opsiyon sentetik pozisyonları olarak ikiye ayrılır. Dayanak varlıkta uzun sentetik pozisyon, aynı kullanım fiyatı ve vadeye sahip bir alım opsiyonunda uzun, bir satım opsiyonunda kısa pozisyon alınmasıyla kurulur ve dayanak varlıkta doğrudan uzun pozisyon almaya eşdeğerdir; üstelik ödenen net prim, varlığın kendisini almanın maliyetinden düşük olduğu için maliyet açısından avantajlıdır. Alım ve satım pozisyonlarının yeri değiştirildiğinde ise dayanak varlıkta kısa sentetik pozisyon elde edilir. Opsiyon sentetik pozisyonlarının en bilineni koruyucu satım, yani protective put stratejisidir; dayanak varlıkta uzun pozisyona bir satım opsiyonunun eşlik etmesiyle kurulan bu strateji, alım opsiyonunda uzun pozisyona eşdeğerdir ve fiyatın yükselmesini bekleyen ama düşüşe karşı da korunmak isteyen yatırımcı içindir; azami zararı ödenen primle sınırlı, azami kârı sınırsızdır. Bunun tersi olan korunmalı alım, yani covered call stratejisinde ise yatırımcı elindeki dayanak varlık üzerine bir alım opsiyonu satar; bu strateji satım opsiyonunda kısa pozisyona eşdeğerdir, dayanak varlığa sahip olmanın avantajından yararlanırken bir yandan da prim geliri sağlar. Bu iki temel stratejinin ters versiyonları da bulunur ve her biri belirli bir piyasa beklentisine karşılık gelir.

8. KURUMLARDA VE SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME

İçindekiler

8.1.1 - Vergi Hukukuna İlişkin Temel Kavram ve Tanımlar

Vergi Hukukunun Temel Kavramları: Mükelleften Matraha, Tarhtan Tahsile

KISACA

Vergilendirmenin anayasal dayanağı, herkesin kamu giderlerini karşılamak üzere mali gücüne göre vergi ödemekle yükümlü olduğunu belirten Anayasa'nın yetmiş üçüncü maddesidir; aynı madde vergilerin ancak kanunla konulup değiştirilebileceğini de güvence altına alır. Bu çerçeveyi izleyebilmek için birkaç temel kavramı netleştirmek gerekir. Verginin konusu, üzerine vergi konulan iktisadi unsurdur ve bu bazen bir gelir, bazen bir işlem, bazen de bir kâğıttır. Matrah verginin hesaplandığı değer, mükellef kendisine vergi borcu yüklenen kişi, vergi sorumlusu ise verginin ödenmesi bakımından vergi dairesine karşı muhatap olan kişidir. Vergiyi doğuran olay gerçekleştiğinde vergi alacağı doğar ve ardından tarh, tebliğ, tahakkuk ve tahsilden oluşan vergilendirme süreci işler. Mükellefler, tüm dünya gelirleri mi yoksa yalnızca Türkiye'deki gelirleri mi vergilendirileceğine göre tam ve dar mükellef olarak ikiye ayrılır; bu ayrım yerleşme esasına dayanır. Muafiyet kişiye, istisna ise işlem veya gelire uygulanan bir vergi dışında bırakma yöntemidir. Kesinti yoluyla alınan vergiye ise tevkifat, yani stopaj denir. Bu özet, sermaye piyasası kazançlarının vergilendirilmesini adım adım izleyebilmek için gereken ortak dili verir.

Vergilendirmeyi anlamanın başlangıç noktası konunun anayasal temelidir. Türkiye Cumhuriyeti Anayasası'nın yetmiş üçüncü maddesi, herkesin kamu giderlerini karşılamak üzere mali gücüne göre vergi ödemekle yükümlü olduğunu; vergi yükünün adaletli ve dengeli dağılımının maliye politikasının sosyal amacı olduğunu; vergi, resim, harç ve benzeri mali yükümlülüklerin ancak kanunla konulup değiştirilebileceğini ve kaldırılabilmesini düzenler. Bu maddeye göre söz konusu yükümlülüklerin muafık, istisna, indirim ve oranlarına ilişkin hükümlerde, kanunun belirttiği alt ve üst sınırlar içinde değişiklik yapma yetkisi Cumhurbaşkanı'na verilebilir. Mali güce göre vergilendirme ilkesi eşitlik ilkesiyle iç içedir ve iki tür adaleti gerektirir. Aynı ekonomik koşuldaki kişilerin aynı oranda vergilendirilmesi yatay adalettir; kurumlar vergisinin bütün işletmelere aynı oranda uygulanması buna örnek gösterilir. Farklı ödeme gücündekilerin farklı oranlarda vergilendirilmesi ise dikey adalettir ve gelir vergisi tarifesindeki artan oranlılık bunun karşılığıdır.

Bu çerçeveye oturan kavramların ilki verginin konusudur. Vergi, devletin vergilendirme yetkisine dayanarak tek taraflı biçimde kişilerin gelir ve servetlerinden aldığı ekonomik değer olduğundan, verginin konusu da üzerine oturduğu iktisadi unsurdur. Bu unsur bazen bir gelirdir, gelir ve kurumlar vergisinde olduğu gibi; bazen bir işlemdir, banka ve sigorta muameleleri vergisinde olduğu gibi; bazen de bir kâğıttır, damga vergisinde olduğu gibi. Verginin üzerinden hesaplandığı değer veya miktara matrah denir; gelir vergisi için gelire giren her türlü kazanç ve irat, kurumlar vergisi için her türlü kurum kazancı matrahi oluşturur. Kendisine vergi borcu yüklenebilen, yani gelirin gerçek sahibi olan gerçek ve tüzel kişiye mükellef denir. Verginin ödenmesi bakımından alacaklı vergi dairesine karşı muhatap olan kişi ise vergi sorumlusudur; birden fazla kişinin borçtan sorumlu tutulduğu durumda zincirleme, yani

müteselsil sorumluluktan söz edilir. Vergi ehliyeti için medeni hakları kullanma ehliyeti aranmaz, medeni haklardan yararlanma ehliyeti yeterlidir; öyle ki anne karnındaki bir bebek dahi sağ doğmak şartıyla vergi mükellefi olabilir, temyiz kudreti olmayanlar da mükellef sayılabilir.

Vergi alacağı, kanunların vergiyi bağladıkları olayın gerçekleşmesi veya hukuki durumun tamamlanmasıyla doğar; buna vergiyi doğuran olay denir ve bu olayın kanunlarca yasaklanmış olması mükellefiyeti ortadan kaldırmaz. Vergiyi doğuran olayın ardından vergilendirme, birbirini izleyen dört aşamadan geçer. Tarh, vergi alacağının kanunlarda gösterilen matrah ve nispetler üzerinden vergi dairesince hesaplanarak miktar olarak belirlenmesidir. Matrahın mükellefçe bir beyanname ile bildirildiği beyana dayalı tarhın yanında, önceden tarh edilmiş bir vergiye ilişkin sonradan ortaya çıkan defter, kayıt ve belgelere dayanılarak yapılan ikmalen tarh; matrahın defter ve belgelerle tespit edilemediği hallerde takdir yoluyla yapılan ve ilke olarak takdir komisyonlarına ait olan re'sen tarh; bunların dışında kalan hallerde uygulanan idarece tarh biçimleri vardır. Tebliğ, vergilendirmeyi ilgilendiren ve hüküm ifade eden hususların yetkili makamlarca yükümlüye yazıyla bildirilmesidir. Tahakkuk, tarh ve tebliğ edilen verginin ödenmesi gereken aşamaya gelmesidir; bir idari işlem olmadığından tek başına dava konusu edilemez, ancak verginin ödenebilir hale geldiğini gösterdiği için önemlidir. Tahsil ise verginin kanuna uygun biçimde ödenmesidir. Burada bir ayrıma dikkat etmek gerekir: tarh, tebliğ ve tahakkuk Vergi Usul Kanunu kapsamında gerçekleşirken, borç ödenmezse tahsil aşaması Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun kapsamında yürür.

Verginin bir kısmı, gelir sahibine ödenmeden önce kaynağında kesilebilir; Gelir Vergisi Kanunu'nun doksan dördüncü maddesinde sayılan gelir türleri üzerinden yapılan bu kesintiye tevkifat, yani stopaj denir ve menkul sermaye iratları genellikle tevkifata tabi tutulur. Vergi dışında bırakmanın iki yolu birbirinden dikkatle ayrılır. Elde ettiği kazanç nedeniyle mükellef olması gereken kişi veya kurumun özel hükümlerle vergi dışı bırakılması muafiyettir ve mükellefe uygulanır; buna karşılık vergiye tabi bir olayın ya da gelirin tamamının, belli bir tutarının yahut oransal bir kısmının vergi dışı bırakılması istisnadır ve işleme veya olaya uygulanır.

Mükellefler vergilendirilme biçimleri açısından tam ve dar mükellef olarak ikiye ayrılır ve bu ayrım yerleşme esasına dayanır. Tam mükellefler Türkiye içinde ve dışında elde ettikleri gelirlerin tamamı üzerinden vergilendirilirken, dar mükellefler yalnızca Türkiye'de elde ettikleri gelirler üzerinden vergilendirilir. Gerçek kişilerde ikametgahı Türkiye'de bulunanlar ya da bir takvim yılı içinde Türkiye'de devamlı olarak altı aydan fazla oturanlar yerleşmiş sayılır; belli ve geçici bir görev, tahsil, tedavi ya da seyahat amacıyla gelenler ise altı aydan fazla kalsalar bile yerleşmiş sayılmaz. Kurumlarda ise kanuni veya iş merkezinden en az birinin Türkiye'de bulunması tam mükellefiyet için yeterlidir; her ikisinin de Türkiye'de olması gerekmez. Gelir, kaynaklarına göre yedi unsurdan oluşur: ticari kazanç, zirai kazanç, ücret, serbest meslek kazancı, gayrimenkul sermaye iradı, menkul sermaye iradı ve son olarak diğer kazanç ve iratlar; bu yedi grup dışında kalan hiçbir kazanç vergilendirilemez. Beyan da tek türde değildir; muhtelif kaynaklardan bir yıl içinde elde edilen gelirlerin toplanıp bildirildiği yıllık beyanname, kesinti yapanların kestikleri vergileri matrahlarıyla birlikte topluca bildirdiği muhtasar beyanname, dar mükellef gerçek kişilerin bazı kazançları için verdiği münferit beyanname ve dar mükellef kurumların bazı kazançları için on beş gün içinde verdiği özel beyanname bunların başlıcalarıdır.

Vergilendirmeye ilgili ödevlerin yerine getirilmemesi cezasız kalmaz. Şekle ve usule ilişkin hükümlere uyulmaması usulsüzlük cezasını gerektirir; bu cezalar kendi içinde usulsüzlük ve özel usulsüzlük olarak, usulsüzlük cezaları ise birinci ve ikinci derece olarak ayrılır. Asıl önemli ceza ise, mükelleflerin ödevlerini zamanında yerine getirmemesi nedeniyle verginin zamanında ya da eksik tahakkuk ettirilmesine yol açan ve kural olarak ziyaa uğratılan verginin bir katı tutarında olan vergi ziyai cezasıdır. Kaçakçılık fiilleriyle vergi ziyasına yol açılmışsa bu ceza üç katına çıkar. Beyan edilip ödenmeyen vergilerde usulsüzlük veya ziya söz konusu olmadığından ceza kesilmez; ancak gecikilen her ay ve kesri için gecikme zammı işler. Burada gecikme faizi ile gecikme zammını ayırmak gerekir: gecikme faizi yalnızca ikmalen, re'sen veya idarece tarh olunan vergiler için hesaplanırken, gecikme zammı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun'a göre takip edilen tüm kamu alacakları için uygulama alanı bulur. Son olarak vergi ilişkisi sonsuza kadar sürmez; vergi hukukunda tarh zamanaşımı, tahsil zamanaşımı, ceza kesme zamanaşımı ve düzeltme zamanaşımı olmak üzere dört ayrı zamanaşımı süresi bulunur ve ilgili süre dolduğunda idare artık vergiyi tarh edemez, tahsil edemez ya da cezayı kesemez.

8. KURUMLARDA VE SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME

İçindekiler

8.1.2 · Kurumlar Vergisi Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurumlarının Vergilendirilmesi

Kurum Kazancının Vergilendirilmesi: Mükellefler, İstisnalar ve Türev İşlemler

KISACA

Tüzel kişiliği olan sermaye şirketleri kurumlar vergisinin mükellefidir; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenleme ve denetimine tabi yatırım fonları bu kapsamdadır. Buna karşılık kollektif ve adi komandit şirketler, tüzel kişilikleri bulunsa da kurumlar vergisi mükellefi değildir. Kurumların bir hesap döneminde elde ettikleri safi kazanç kurum kazancı olarak vergiye tabidir ve bu kazancın tespitinde ticari kazanç hükümleri uygulanır. Kanun, mükerrer vergilemeyi önlemek ve sermaye piyasasını desteklemek için birçok istisna tanır; tam mükellef kurumlardan elde edilen kâr paylarını kapsayan iştirak kazançları istisnası, emisyon primi istisnası ve Türkiye'de kurulu yatırım fon ve ortaklıklarının portföy kazançlarına ilişkin istisna bunların başında gelir. Kurumlar vergisinin kanuni oranı yüzde yirmi olmakla birlikte, farklı yıllarda ve bankalar ile sermaye piyasası kurumları gibi belirli kuruluşlar için daha yüksek oranlar uygulanmıştır. Türev araçlar açısından konu özel önem taşır: forward, swap, opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinden doğan kâr veya zarar kural olarak vade veya sonuçlanma anında kurum kazancına dahil edilir. Bu özet, kurum kazancının çerçevesini ve sermaye piyasası kurumlarının bu çerçevedeki yerini verir.

Kurumlar vergisinin mükellefi, kural olarak tüzel kişiliği bulunan kuruluşlardır ve bunların büyük çoğunluğunu, ortakların sorumluluğu koydukları sermaye ile sınırlı olan sermaye şirketleri oluşturur. Türk Ticaret Kanunu'na göre kurulmuş anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ile benzer nitelikteki yabancı kurumlar sermaye şirketi sayılır; Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenleme ve denetimine tabi fonlar ile benzer yabancı fonlar da kanun uygulamasında sermaye şirketi kabul edilir, ancak bunların kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. Sermaye şirketlerinin yanında kooperatifler, iktisadi kamu kuruluşları, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler ile iş ortaklıkları da mükellefler arasındadır. Buna karşılık kollektif ve adi komandit şirketler, ticaret şirketi olmakla ve tüzel kişilik taşımakla birlikte kurumlar vergisi mükellefi değildir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde ise vergileme ikiye ayrılır: kazancın komanditer ortağa isabet eden kısmı kurumlar vergisine, komandite ortağa isabet eden kısmı ise bu ortaklarca beyan edilmek suretiyle gelir vergisine tabi tutulur.

Kurum ve kuruluşların bir hesap dönemi içinde elde ettikleri safi kazanç, kurum kazancı olarak vergilendirilir ve bu safi kazancın tespitinde Gelir Vergisi Kanunu'nun ticari kazanç hakkındaki hükümleri uygulanır. Yasal olarak istisna edilmiş kazançlar dışında şirketlerin her tür kazancı kurumlar vergisine tabidir; sermaye piyasasından elde edilen gelirlere ilişkin olaraksa Kurumlar Vergisi Kanunu bir dizi istisna sayar. Bunların ilki iştirak kazançları istisnasıdır: kurumların tam mükellefiyete tabi başka bir kurumun sermayesine katılmaları nedeniyle elde ettikleri kâr payları kurumlar vergisinden istisnadır. Bu istisnanın amacı mükerrer vergilemeyi önlemektir; kazanç ilk kurumda zaten vergilendiğinden, kâr dağıtımı yoluyla aktarıldığı kurumda yeniden vergilendirilmesinin önüne geçilmek istenir. İştirak

oranının ne olduğunun ya da payın belli bir süre elde tutulmasının bu istisna bakımından önemi yoktur. Kanun ayrıca belli şartlarla yurt dışı iştirak kazançlarını, anonim şirketlerin çıkardıkları payların itibari değer üzerinde satılmasından doğan emisyon primi kazancını, kurumların iki tam yıl aktifte tuttıkları iştirak hisseleri ile kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının satış kazancının bir kısmını da istisna kapsamına alır. Sermaye piyasası açısından en dikkat çekici istisna, Türkiye'de kurulmuş olmaları şartıyla menkul kıymet yatırım fon ve ortaklıklarının, girişim sermayesi ile gayrimenkul yatırım fon ve ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve konut ile varlık finansmanı fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarına tanınan istisnadır. Bunlara ek olarak yabancı fon kazançları ile araştırma-geliştirme ve yazılım faaliyetleri sonucu ortaya çıkan buluşlara ilişkin sınai mülkiyet istisnası da kanunda ayrıca düzenlenmiştir.

Kurumlar vergisinin kanuni oranı yüzde yirmidir; ancak bu oran zaman içinde değişmiştir. Belli yıllarda genel oran yüzde yirmi ikiye, yüzde yirmi üçe ve yüzde yirmi beşe çıkarılmış; bankalar, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve emeklilik şirketleri gibi kuruluşlar için ise daha yüksek oranlar uygulanmıştır. Halka arzı özendirmek amacıyla, payları borsada ilk defa işlem görmek üzere en az yüzde yirmi oranında halka arz edilen kurumların kazançlarına, belirli kuruluşlar dışında, beş hesap dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı iki puan indirimli uygulanır. Kurumlarca dağıtılan kâr payları üzerinden yapılan stopajın oranı ise geçmişte yüzde on ile yüzde on beş arasında değişmiştir. Kâr payı ve kurumlar vergisi açısından halka açık olan ve olmayan şirketler arasında, bu indirimli oran uygulaması dışında esaslı bir fark bulunmaz; nitekim sermaye piyasası kurumlarının da yatırım ortaklıklarına tanınan istisna dışında özellik arz eden bir durumu yoktur.

Kurum kazancının tespitinde, ticari kazançta olduğu gibi bazı giderler hasılatından indirilebilir; menkul kıymet ihraç giderleri, kuruluş ve örgütlenme giderleri, genel kurul giderleri ile birleşme, devir, bölünme, fesih ve tasfiye giderleri bunların arasındadır. Buna karşılık öz sermaye üzerinden hesaplanan faizler, örtülü sermaye üzerinden ödenen faiz ve kur farkları, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü dağıtılan kazançlar, ayrılan yedek akçeler ve vergi cezaları gibi kalemler kanunen kabul edilmeyen indirimlerdir ve kazançtan düşülemez.

Türev araçlar bu düzeyde ayrı bir ağırlık taşır, çünkü kanun türev ürünlerden elde edilen kurum kazancının nasıl tespit edileceğini ayrıca düzenler. Forward sözleşmesi esas itibarıyla bir taahhüt niteliğinde olduğundan ve gelir sözleşmenin sonuçlanmasıyla elde edildiğinden, vadeye kadar yapılan değerlemeler kurum kazancıyla ilişkilendirilmez; kâr veya zarar vade sonunda tespit edilerek kazançta dahil edilir. Aynı mantık swap işlemlerinde de geçerlidir; para swapında elde etme sözleşmenin vadesinde gerçekleşir, faiz swapında ise aynı para biriminden borçların yalnızca faiz ödemelerinin yapısı değişir, anapara değişmez. Opsiyon sözleşmelerinde, hakkı satan tarafın aldığı opsiyon primi sözleşmenin düzenlendiği tarihte gelir olarak dikkate alınır; hakkı satın alan taraf ise bu primi, hakkın kullanıldığı veya sözleşmenin sona erdiği tarihte gider olarak yazar. Vadeli işlem ve opsiyon borsasında gerçekleştirilen sözleşmeler değerlendirme günü itibarıyla borsada oluşan uzlaşma fiyatına göre değerlendirilir ve oluşan fark kurum kazancına yansıtılır. Aracı kuruluş varantı ise opsiyon sözleşmelerine benzerliği nedeniyle menkul kıymet niteliğinde bir sermaye piyasası aracı sayılır ve buradan elde edilen gelir de kurum kazancına dahil edilir. Türkiye'de işyeri ve daimî temsilcisi olmayan dar mükellef kurumlar

bakımından ise ayırım önem kazanır; forward, para swapı ve aracı kuruluş varantından elde edilen kazançlar ticari kazanç sayılıp bunlar üzerinden vergi kesintisi yapılmazken, faiz swapından elde edilen kazanç alacak faizi olarak değerlendirilerek kesintiye tabi tutulur.

Kurumlar vergisi düzeninin diğer önemli başlıkları arasında zarar mahsubu, örtülü sermaye ve transfer fiyatlandırması yer alır. Beş yıldan fazla nakledilmemek şartıyla geçmiş yıl zararları kazançtan indirilebilir. Örtülü sermaye kurumunda, kurumların ortaklarından veya ortakla ilişkili kişilerden temin edip işletmede kullandıkları borcun, öz sermayenin üç katını aşan kısmı örtülü sermaye sayılır ve bu kısma ilişkin faiz ve benzeri giderler kazançtan düşülemez. Transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımında ise kurumların ilişkili kişilerle emsallere uygunluk ilkesine aykırı fiyatlarla işlem yapması durumunda kazanç örtülü olarak dağıtılmış sayılır; emsale uygun bedel karşılaştırılabilir fiyat, maliyet artı, yeniden satış fiyatı gibi yöntemlerle tespit edilir. Kurumların birleşme, devir, bölünme ve hisse değişimi işlemleri de kanunun özel hükümlerine tabidir. Nihayet kurumlar vergisi mükellefin beyanı üzerine tarh olunur; hesap dönemi olarak takvim yılını kullanan mükellefler beyannamelerini izleyen nisan ayının son gününe kadar verir ve vergiyi aynı ayın sonuna kadar öderler. Kanuni veya iş merkezinden her ikisi de Türkiye'de bulunmayan dar mükellef kurumlar ise yalnızca Türkiye'de elde ettikleri kurum kazançları üzerinden vergilendirilir; Türkiye'de işyeri veya daimî temsilci aracılığıyla elde ettikleri kazançlar ticari kazanç olarak, bunlar olmaksızın elde ettikleri gelirler ise menkul sermaye iradı ve değer artışı kazancı hükümlerine göre vergilendirilir.

8. KURUMLARDA VE SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME

İçindekiler

8.2 - Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi

Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi: İki Rejim, İki Gelir Türü

KISACA

Sermaye piyasası araçlarından gerçek kişilerin elde ettiği gelirler iki başlık altında toplanır: elde tutmaktan doğan kâr payı ve faiz gibi menkul sermaye iratları ile alım satımdan doğan değer artışı kazançları. Bu faaliyet ticari boyut kazanırsa gelir bunun yerine ticari kazanç sayılır. Vergilendirmede iki ayrı rejim yan yana yürür. Olağan rejimde gelir beyanname ile bildirilir ve artan oranlı gelir vergisi tarifesiyle vergilendirilir. Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67 nci maddesi kapsamındaki rejimde ise banka ve aracı kurumlar kaynağında stopaj yapar; bu stopaj birçok mükellef için nihai vergi olduğundan ayrıca beyanname verilmez. Bu ikili yapı yüzünden aynı gelir, aracın türüne, ihraç ve iktisap tarihine, elde tutma süresine ve yatırımcının tam ya da dar mükellef olmasına göre farklı biçimde vergilenebilir. Hisse senedi kâr payından tahvil faizine, kira sertifikasından mevduata, varanttan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine kadar her araç için stopaj oranı ve beyan yükümlülüğü ayrı ayrı belirlenir. Bu özet, sermaye piyasası kazançlarının hangi mantıkla vergilendirildiğinin çerçevesini verir.

Sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesini kavramak için önce hangi gelirin hangi türe girdiğini ayırt etmek gerekir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmelerini ve Kurulca bu kapsamda belirlenen diğer araçları kapsar. Bir gerçek kişi bu araçlardan iki tür gelir elde edebilir: aracı elinde tutarken elde ettiği kâr payı, faiz ve benzeri getiriler menkul sermaye iradı sayılır; aracı elden çıkarırken doğan alım satım kazancı ise değer artışı kazancı olarak vergilendirilir. Örneğin hisse senedinden hem kâr payı hem alım satım kazancı, tahvil ve bonodan hem faiz hem alım satım kazancı elde edilebilirken, mevduat ve ters repo yalnızca faiz getirir. Ancak kişi kendi nam ve hesabına menkul kıymet alım satımıyla devamlı olarak uğraşıyorsa, bu faaliyetten doğan kazanç menkul sermaye iradı veya değer artışı kazancı değil, doğrudan ticari kazanç sayılır ve ticari kazanç hükümlerine göre vergilendirilir.

Menkul sermaye iradının vergilendirilmesinde önce vergiye tabi tutar bulunur, irat sayılmayan kısımlar ayıklanır, ilgili giderler indirilir ve kalan tutar beyan sınırını aşıyorsa yıllık beyannameye dahil edilir. Değer artışı kazancında ise vergilenecek kazanç, elden çıkarma karşılığında alınan tutardan aracın maliyet bedelinin ve elden çıkarma nedeniyle yapılan giderlerin indirilmesiyle bulunur. Elden çıkarma yalnızca satışı değil, bir ivaz karşılığında devir ve temlik, trampa, takas, kamulaştırma ve ticaret şirketlerine sermaye olarak koymayı da kapsar. Enflasyonun yol açtığı fiktif değer artışının vergilenmemesi için maliyet bedeli, elden çıkarıldığı ay hariç üretici fiyat endeksiyle artırılabilir; bunun için artış oranının belli bir eşiği aşması gerekir. Değer artışı kazançlarında zarar mahsubu yalnızca kendi içinde mümkündür; bu kazançlardaki zarar diğer gelir unsurlarından elde edilen kârlara mahsup edilemez.

Bu genel esasların üzerine, işin can alıcı noktası olan ikili vergileme rejimi oturur. Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67 nci maddesi ile bazı finansal araçlardan elde edilen bazı gelirler için, kaynağında yapılan ve birçok mükellef açısından nihai vergi niteliği taşıyan bir stopaj rejimi getirilmiştir; bu rejimde

işleme aracılık eden banka ve aracı kurumlar stopajı yapmaktan sorumludur ve gelir sahibi ayrıca beyanname vermez. Bu maddenin kapsamına girmeyen gelirler ise olağan rejime tabidir; yani beyanname verilir ve artan oranlı tarife uygulanır. Bu ayırım nedeniyle, bir kazancın nasıl vergileneceği aracın türüne, ihraç ve iktisap tarihinin belirli bir eşik tarihe göre önce mi sonra mı olduğuna, elde tutma süresine ve yatırımcının tam ya da dar mükellef oluşuna bağlı olarak değişir.

Hisse senetlerinde bu çift yapı açıkça görülür. Kâr payları Geçici 67 nci madde kapsamında değildir ve olağan rejimde vergilendirilir; tam mükellef kurumlardan elde edilen kâr payının yarısı gelir vergisinden istisnadır, istisna sonrası kalan tutar diğer gelirlerle birlikte belirlenen beyan sınırını aşarsa beyan edilir ve dağıtan kurumca yapılan stopaj hesaplanan vergiden mahsup edilir. Bu yarım istisna yalnızca tam mükellef kurumlardan elde edilen kâr paylarında geçerlidir; kanuni ve iş merkezi Türkiye'de bulunmayan yabancı kurumlardan elde edilen kâr payının ise tamamı beyana tabidir. Hisse senedinin alım satım kazancında ise borsada işlem gören ve Kurul kaydına alınmış hisse senetleri Geçici 67 nci madde kapsamında stopaja tabidir; bu stopaj bireysel yatırımcı için genel olarak sıfır oranında uygulanır ve menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetleri gibi belirli araçlar bu genel orandan ayrılır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve bir yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasından elde edilen kazançlar ise vergiden istisnadır. Menkul kıymet, risk sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kâr payları da diğer hisse senetlerinde olduğu gibi yarım istisnaya konu olur.

Borçlanma araçlarında da benzer bir mantık işler. Devlet ve özel sektör tahvil ve bonolarından biri faiz, biri alım satım kazancı olmak üzere iki tür gelir doğar; belirli bir tarihten sonra ihraç edilenler Geçici 67 nci madde kapsamında, daha önce ihraç edilenler ise olağan rejimde vergilendirilir. Varlık kiralama şirketlerince ihraç edilen kira sertifikalarından, yani sukuktan sağlanan gelir menkul sermaye iradı sayılır; yurt içinde ihraç edilenler Geçici 67 nci madde kapsamında stopaja tabidir ve sermaye şirketleri ile benzer nitelikli kurumsal yatırımcılar için bu stopaj sıfır oranında uygulanabilir. Ters repo işleminden elde edilen gelir ile bankalara yatırılan vadeli ve vadesiz paralara ödenen mevduat faizleri de menkul sermaye iradı olup stopaj yoluyla vergilendirilir; mevduatta stopaj oranı hesabın türüne ve vadesine göre farklılaşır. Menkul kıymet yatırım fonu katılma belgelerinin fona iadesinden elde edilen gelir kâr payı sayılır ve borsa yatırım fonlarının alım satım kazançları gibi stopaja tabi tutulur.

Türev ve türev benzeri araçlar bu düzeyde ayrıca önem taşır. Varantların Borsa İstanbul'da işlem görmesi sonucu sağlanan gelirler, niteliği ne olursa olsun Geçici 67 nci madde kapsamında stopajla vergilendirilir; dayanağı hisse senedi veya hisse senedi endeksi olan varantlarla, dayanağı döviz gibi başka bir varlık olan varantlar için farklı stopaj oranları öngörülmüştür. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde ise özel bir düzenleme vardır: tam mükellef kurumlar ile Türkiye'de işyeri veya daimî temsilcisi aracılığıyla faaliyette bulunan dar mükellef kurumların kendi aralarında yaptıkları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden doğan kazançlar için tevkifat yapılmaması uygulaması sürekli hale getirilmiştir; Türkiye'de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında gerçek ve tüzel kişilerce yapılan işlemlerden elde edilen kazançlar da Geçici 67 nci madde rejimi içinde değerlendirilir.

Bazı araçlar ise Geçici 67 nci madde kapsamı dışında bırakılmıştır. Hazine tarafından yurt dışında ihraç edilen menkul kıymetler, yani Eurobondlar bunun tipik örneğidir; bu kıymetlerin faiz gelirleri sıfır oranında stopaja tabi kabul edilir, döviz cinsinden ihraç edildikleri için indirim oranı uygulanmaz ve dar mükellef gerçek kişi ve kurumlar bunların elden çıkarılmasından sağladıkları kazançlar için münferit veya özel beyanname vermez. Altını temsil eden ve kamu kurumlarınca bir sermaye piyasası aracı olarak ihraç edilen darphane sertifikalarından elde edilen kazançlar için de stopaj oranı sıfır olarak belirlenmiştir. Yatırımcı türü de sonucu değiştirir; dar mükellef gerçek kişi ve kurumların menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarından elde ettikleri kazançlara uygulanacak stopaj oranı Geçici 67 nci maddenin birinci fıkrası bakımından sıfır olarak belirlenmiş olup, bu kişiler için ilgili çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmalarının hükümleri de önem taşır. Görüldüğü gibi sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesi tek bir kural değil, aynı çatı altında yürüyen iki rejimin ve araç bazında değişen ayrıntıların bileşimidir; bir kazancın nasıl vergileneceğini söylemek için önce hangi araç, hangi gelir türü, hangi rejim ve hangi mükellef sorularını sırayla yanıtlamak gerekir.



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL TÜREV ARAÇLAR İyi çalışmalar

Bu ders notları benzensor tarafından ücretsiz hazırlandı; resmî kurum yayını değildir. Hata bildirimi: destek@benzensor.com

Okudun, sıra pekiştirmede
Şimdi çöz!

Okuduğun konuyu hemen soruyla pekiştir. benzensor uygulamasında konu anlatımı, soru bankası ve gerçek sınav simülasyonu bir arada.

