



SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ

YAPILANDIRILMIŞ MENKUL KIYMETLER

YETERLİK ETÜDÜ

Alper Deniz KİRAZCI
Uzman Yardımcısı

KASIM 2005

YÖNETİCİ ÖZETİ

Son yıllarda finansal hizmetler endüstrisindeki artan rekabet ve küreselleşme olgusu, finansal piyasalardaki yeni yatırım araçlarının sayısını gün geçtikçe artırmaktadır. Bu finansal araçlardan biri de, temelleri daha önceye dayanmakla birlikte 1990'ların başında gündeme gelen ve "yatırımcının kendi kendine şekillendirebileceği ve yönetebileceği türev araçlar" olarak adlandırılan "yapılandırılmış menkul kıymetler"dir.

Yapılandırılmış menkul kıymetler, getirisi; faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, ticari mal veya ticari mal endeksi gibi finansal varlık fiyatlarına bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva eden ve yatırımcılara tahsisli olarak ihraç edilen orta vadeli borçlanma araçları olarak tanımlanabilir.

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin yatırımcıların spesifik ihtiyaçlarına göre tasarlanabilen finansal araçlar olması nedeniyle uluslararası sermaye piyasalarında çok sayıda farklı türde yapılandırılmış menkul kıymet işlem görmektedir. Bununla birlikte, yapılandırılmış menkul kıymetleri temelde; a) Anapara Garantili Yapılandırılmış Tahviller, b) Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahviller, c) Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Tahviller, d) Emtia dayalı Yapılandırılmış Tahviller, e) Faiz Oranına Dayalı Yapılandırılmış Tahviller, f) Özelleştirilmiş (Egzotik) Opsiyon İçeren Yapılandırılmış Tahviller olarak sınıflandırabiliriz.

Son yıllarda "Orta Vadeli Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraç Programları" (Medium Term Note Programs) ile birlikte yapılandırılmış menkul kıymet piyasasında hızlı bir büyüme sağlanmıştır. İhraç edilecek yapılandırılmış menkul kıymetler bu programlar kapsamına alınarak daha az maliyetle daha kolay ihraç edilebilmektedir. Bu programlar, yapılandırılmış menkul kıymetlerin küçük miktarlarda oluşturulmaları ve belirli ya da daha fazla yatırımcının isteklerinin karşılanabilmesi için kısa bir zaman içerisinde ihracının gerçekleştirilebilmesi nedeniyle önem arz etmektedir.

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin yatırımcıların risk / getiri tercihlerine göre yapılandırılabilmesi, anapara garantisi verebilmesi, yüksek kredi notuna sahip kuruluşlar tarafından ihraç edilmesi, portföy çeşitlendirmesine imkan tanınması ve sabit getirili menkul kıymetlerden daha fazla getiri sunabilmesi uluslararası sermaye piyasalarında yapılandırılmış menkul kıymetlere olan yatırımcı talebini giderek artırmaktadır. Uluslararası finansal kuruluşlar ve organizasyonlar vasıtasıyla gelişmekte olan ülkelerde de yapılandırılmış menkul kıymet ihracı giderek artmaktadır.

Çalışmada, yapılandırılmış menkul kıymetlerin düzenlenmesinin yukarıda belirtilen gerekçelerle ülkemiz sermaye piyasasının gelişimine olumlu katkı yapacağı düşünülmektedir. Ancak, yapılandırılmış menkul kıymetler konusunda ülkemizde bir düzenleme bulunmadığı, mevcut düzenlemelerin ise bazı konularda yetersiz kalması sebebiyle konuya ilişkin bir düzenleme ihtiyacının bulunduğu kanaatine ulaşılmıştır. Bu amaçla yapılacak düzenlemelerde;

1. SPKn.'nın 3'üncü maddesinde yapılandırılmış menkul kıymetin tanımına yer verilmesinin, SPKn.'nda yeni bir düzenlemeye gidilerek ihracı planlanan yapılandırılmış menkul kıymetlerin tamamını temsilen bir jumbo sertifika basımına imkan tanınmasının,

2. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin nitelik itibariyle diğer menkul kıymetlerden farklı olduğu dikkate alınarak Sermaye Piyasası Mevzuatında ayrı bir tebliğ ile düzenlenmesinin,

3. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin ihracına aracılık eden aracı kurumların, yatırımcılara yatırım danışmanlığı hizmeti vermek üzere Kurulumuzdan lisans belgesi almış ihtisas personeli çalıştırmasına yönelik bir düzenleme yapılmasının,

4. Yapılandırılmış menkul kıymet ihraççılarının uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları veya Kurulumuzca belirlenen derecelendirme kuruluşları tarafından verilen "En İyi Kalite"yi gösteren kredi derece notuna sahip olması şartının getirilmesinin,

5. İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin "Yabancı Kuruluşlara Ait Menkul Kıymetlerin Kotasyonu" başlıklı 19'uncu maddesindeki Borsa kotuna alınmada ilgili Bakanlıktan izin alınması şartının kaldırılarak Kurulumuz izninin yapılandırılmış menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınmasında yeterli olduğunun belirtilmesinin ve yapılandırılmış menkul kıymetlerin yurtdışında başka bir borsaya kote olmaksızın Türkiye'deki bir borsaya kote olarak işlem görmesinin mümkün olabileceği yönünde bir düzenleme yapılmasının,

6. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında işlem görmesinin,

7. Yapılandırılmış menkul kıymetler için ayrı bir tahvil ihraç limiti belirlenmesinin,

8. Yapılandırılmış menkul kıymetin dayanak varlığının borsaya kote bir hisse senedinin fiyatı olması durumunda, bu hisse senedinin en az üç yıldır Borsada işlem görmekte olması ve fiyat manipülasyonu ve yüksek işlem hacmi karşısında oluşacak yüksek volatilitiyi engellemek için yapılandırılmış menkul kıymetlerin likiditesi ve piyasa kapitalizasyonunun ölçülebilir olması gerektiği yönündeki bir hükmün yapılandırılmış menkul kıymetlerin düzenlendiği tebliğe eklenmesinin ve yapılandırılmış menkul kıymetin dayanak varlığının bir endeks olması halinde ise bu endeksin veri dağıtım kanalları ve benzeri yollarla kamuya duyurulan bir endeks olması gerektiği yönünde bir düzenleme yapılmasının,

Ayrıca, içeriden öğrenenlerin ticaretini engellemek amacıyla yapılandırılmış menkul kıymet ihraççısı ile dayanak varlığın ihraççısı arasında ilişki olmaması gerektiği yönünde tebliğe bir hüküm eklenmesinin,

9. Yapılandırılmış menkul kıymet sahibinin menkul kıymete bağlı oy hakkı olamayacağı ve sahibine ihraççının hissesinde ve yönetiminde kontrol sağlayacak haklar vermeyeceği ancak dayanak varlıkların değerini korumaya yönelik hakların bu durumun bir istisnası olduğu yönünde yapılandırılmış menkul kıymetlerin düzenleneceği tebliğde bir hüküm yer almasının

uygun olacağı sonuçlarına ulaşılmıştır.

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR CETVELİ	i
ŞEKİLLER DİZİNİ	ii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
YAPILANDIRILMIŞ MENKUL KIYMETLER	4
1.1. Genel Olarak Yapılandırılmış Menkul Kıymetler	4
1.2. Yapılandırılmış Menkul Kıymetlerin Sağladığı Avantajlar	5
1.3. Yapılandırılmış Menkul Kıymetin Yapılandırılmasında Dikkate Alınması Gereken Temel Unsurlar	6
1.4. Yapılandırılmış Menkul Kıymet Yatırımcıları	7
1.4.1. Alım gücü yüksek yatırımcılar	7
1.4.2. Finansal kuruluşlar	8
1.4.3. Bireysel yatırımcılar	8
1.5. Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraççıları	9
1.6. Başlıca Yapılandırılmış Menkul Kıymetler	10
1.6.1. Anapara Garantili Yapılandırılmış Tahviller - AGYT (Principal Protected Notes)	10
1.6.2. Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahviller - KBYT (Credit Linked Notes)	14
1.6.3. Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Tahviller - HSDYT- (Equity Linked Notes)	20
1.6.4. Emtiaya Dayalı Yapılandırılmış Tahviller (Commodity-Linked Notes)	22
1.6.5. Faiz Oranına Dayalı Yapılandırılmış Tahviller – FODYT- (Interest Rate Linked Notes)	22
1.6.6. Özelleştirilmiş Opsiyon İçeren Yapılandırılmış Tahviller (Exotic Option-Embedded Structured Notes)	26
1.7. Yapılandırılmış Menkul Kıymet Prensipl Anlaşması	27
İKİNCİ BÖLÜM	29
2.1. Orta Vadeli Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraç Programları	29
2.2. Yapılandırılmış Menkul Kıymetlerin İhracında Düzenlenecek İzahnamenin Unsurları	31
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	33
YAPILANDIRILMIŞ MENKUL KIYMETLERİN ÜLKEMİZ YASAL DÜZENLEMELERİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE KONUYA İLİŞKİN MEVZUAT HÜKÜMLERİ	33
3.1. Yapılandırılmış Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliği	33
3.2. Konuya İlişkin Mevzuat Hükümleri	35
GENEL DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER	39
KAYNAKÇA	45i

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AGYT	:	Anapara Garantili Yapılandırılmış Tahviller
FODYT	:	Faiz Oranına Dayalı Yapılandırılmış Tahviller
HSDYT	:	Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Tahviller
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KBYT	:	Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahviller
OVYMKİP	:	Orta Vadeli Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraç Programları
SPKn.	:	Sermaye Piyasası Kanunu

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Riskten Korunma Amaçlı Fona Dayalı Anapara Garantili Menkul Kıymetlerin Tipik Yapısı	12
Şekil 2. Temel Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahvil	15
Şekil 3. Tipik Kredili Yapılandırılmış Tahvil Yapısı.....	16
Şekil 4. Kredi Defaultlu Yapılandırılmış Tahviller.....	16
Şekil 5. Default Sepetindeki Öncelikli Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahviller	17
Şekil 6. Teminatlı Kredi Yükümlülükleri Yapısı.....	19
Şekil 7. Suni Teminatlı Kredi Yükümlülüğü Yapısı.....	20
Şekil 8. Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Tahviller.....	21

... 21

GİRİŞ

Günümüzde menkul kıymetlerdeki yenilikler mevcut finansal araçların düzeninde devrimsel değişikliklere yol açarak hızlı bir şekilde devam etmektedir. Bu süreci teşvik eden pek çok unsur vardır. Bu unsurların başlıcaları; faiz oranı volatilitesi, vergi ve yasal düzenlemelerdeki değişiklikler, küreselleşme, finansal hizmetler endüstrisindeki kontrollerin ortadan kalkması (deregulation) ve yatırım bankacılığı endüstrisindeki artan rekabettir.¹

Bu yeniliklerden biri olan ve 1990'ların başında yeni bir finansal araç olarak gündeme gelen ve genel tanımıyla “kendi kendine şekillendirebileceğin ve yönetebileceğin türev araçlar” olarak adlandırılan “yapılandırılmış menkul kıymetler”, aslında son zamanlarda kendiliğinden ortaya çıkan bir yenilik değildir. Satın alma opsiyonlu dönüştürülebilir tahviller ve sabit getirili tahviller, aynı zamanda garantili senetler ve tahviller uzun süredir piyasalarda yer almaktadır. Türev araç piyasalarında yaşanan gelişmeler sayı ve tür olarak yapılandırılmış menkul kıymetlerin çoğalmasını sağlarken, son ekonomik trendlerle birlikte alım gücü yüksek yatırımcıların hakim olduğu piyasalarda yapılandırılmış menkul kıymetler kullanımının daha da yaygınlaşması için de bir baskı oluşmuştur.

Belirsiz ekonomi, Irak'ta yaşananların ve terörizmin yol açtığı global ve politik karışıklık, düşük faizler ve sermaye piyasalarının performansları üzerinde devam eden belirsizlik yatırımcıları hem kazançlarını artıracak hem de yatırımlarının değer kaybetmesi riskine karşı koruyacak yatırımlara yönelmeye sevk etmiştir (Telpner, 2004)

Yapılandırılmış menkul kıymetler genellikle ihraç edildiği ülkelerde alım gücü yüksek yatırımcılar, finansal kuruluşlar ve kurumsal yatırımcılara satılan finansal araçlardır. Bu araçlar yatırımcı ihtiyacına uygun şekilde tasarlanmakta ve yatırımcılar açısından riskten korunmanın ya da piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde etmenin bir yolu olarak görülmektedir. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin taşıdığı bu temel özellik bu finansal araçların yatırımcılar arasında popülaritesinin

¹ FINNERY, John D. / EMERY Douglas R. “Corporate Securities Innovation: An Update” The Journal of Applied Finance” 2002

giderek artmasına neden olmaktadır. Günümüzde Amerika Birleşik Devletleri (ABD), İngiltere ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerin yanı sıra pek çok gelişmekte olan ülkede de yapılandırılmış menkul kıymet ihracı giderek artmaktadır. 2005 yılı itibariyle Asya'daki yapılandırılmış menkul kıymet ihraç tutarı 25 milyar Amerikan Dolarına ulaşmıştır.²

Yapılandırılmış menkul kıymetler tipik orta vadeli borçlanma araçlarıdır ve dolayısıyla bu finansal araçlar tahvil olarak düşünülebilir. Öte yandan, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) ve Kurulumuz düzenlemeleri açısından incelendiğinde yapılandırılmış finansal araçların menkul kıymet tanımı içine sokulamayacağı ve diğer menkul kıymet tanımı içinde değerlendirilebileceği anlaşılmaktadır. Bu nedenle, yapılandırılmış finansal araçların ülkemizde de ihraç edilebilmesi için SPKn.'da ve Sermaye Piyasası Mevzuatında yeni düzenlemeler yapılması gerekliliği doğmaktadır.

Bu çerçevede, bu çalışmanın konusunu, yapılandırılmış finansal araçların tanıtılması ve bu finansal araçların ülkemizde ihraç edilebilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri açısından konunun değerlendirilerek SPKn. ve Sermaye Piyasası Mevzuatında yapılmasının gerekli olduğu düşünülen düzenlemelere ilişkin öneriler getirilmesi oluşturmaktadır.

Bu çalışma kapsamında, yapılandırılmış finansal araçlar başlığı altında incelenen uluslararası literatürde, “structured note” veya “structured product” olarak adlandırılan ve Kurulumuzun mevcut düzenlemelerine göre diğer sermaye piyasası aracı (hibrid) tanımı içine sokulabilecek bu finansal araçlar, ihraç edildiği ve işlem gördüğü ülkelerde genel olarak menkul kıymet tanımının içinde değerlendirilmesi sebebiyle “yapılandırılmış menkul kıymetler” olarak adlandırılacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde yapılandırılmış menkul kıymetler ana hatlarıyla tanıtılacak, ikinci bölümde yapılandırılmış menkul kıymetlere ilişkin yurtdışı uygulamaları genel bir çerçeve içinde incelenecektir. Üçüncü bölümde, yapılandırılmış menkul kıymetlerin ülkemiz yasal düzenlemeleri açısından hukuki niteliği tartışılacak ve Sermaye Piyasası Mevzuatı açısından konu

² Structured Notes Flood Asia, Asia Fuund News, www.emergingmarketsonline.com

değerlendirilecektir. Sonuç bölümünde ise konuya ilişkin genel bir değerlendirme yapılarak, yapılandırılmış menkul kıymetlerin Türkiye’de ihraç edilebilmesi için SPKn. ve Sermaye Piyasası Mevzuatında yapılabilecek düzenlemelere ilişkin öneriler getirilmeye çalışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

YAPILANDIRILMIŞ MENKUL KIYMETLER

1.1. Genel Olarak Yapılandırılmış Menkul Kıymetler

Yapılandırılmış menkul kıymetler, getirisi faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, ticari mal veya ticari mal endeksi gibi finansal varlık fiyatlarına bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva eden ve yatırımcılara tahsisli olarak ihraç edilen orta vadeli borçlanma araçları olarak tanımlanabilir. Bununla birlikte, yapılandırılmış menkul kıymetlerin çok sayıda türü olması ve her ülkede farklı uygulamalara yer verilebilmesi nedeniyle farklı tanımlamalar da yapılabilmektedir.

Örneğin, yapılandırılmış menkul kıymetler, türev araçların özelliklerini bünyesinde birleştiren ve bu nedenle borç ödeme profili bir opsiyona benzeyen sabit getirili menkul kıymetler olarak da tanımlandığı gibi (Cortez ve Stacewicz, 2004), sabit getirili menkul kıymet özelliklerini gösteren hibrid araçlar olarak da tanımlanmaktadır (Telpner, 2004).

Günümüzde yapılandırılmış menkul kıymetler giderek daha yüksek finansal mühendislik ürünü türev araçları ve borçlanma araçlarını içinde barındırmaya başlamıştır. Türev araçların ve borçlanma araçlarının birleşimi taraflara riski tanımlama, ayrıştırma ve transfer etme olanağı tanımaktadır.

Yapılandırılmış menkul kıymetler türev araçlarda olduğu gibi piyasa riskini, kredi riskini ya da her ikisini birden yönetmede kullanılırlar. Faiz ödemeleri, ödeme zamanında karmaşık formüllerle hesaplanır. Yapılandırılmış menkul kıymetin getirisinin artış ya da azalışı, içinde barındırdığı dayanak varlıkların, menkul kıymetin itfa tarihindeki getirisi ile bağlantılıdır. Bununla birlikte, yapılandırılmış menkul kıymetlerin asıl kullanım amaçlarından birinin kredi riskini piyasa riskinden ayrıştırmak olması nedeniyle genel olarak yüksek faizlidir (Telpner, 2004).

Yapılandırılmış menkul kıymetin kaldıraç etkisi, yapılandırılmış menkul kıymetlerin içerdiği farklı türev araçların değerlerinin menkul kıymetteki payına

ve dolayısıyla dayanak varlık veya endeksin değerindeki değişimlere yatırım aracının değerinin gösterdiği duyarlılıktaki değişime bağlıdır (Telpner, 2004).

Yapılandırılmış menkul kıymetlere dayanak teşkil eden varlıklar birçok formasyonda görülebilir, bunlardan bazıları; sabit getirili kıymetler, hisse senetleri, emtia, gelişmekte olan piyasalardaki menkul kıymetler ve dövizdir.

1.2.Yapılandırılmış Menkul Kıymetlerin Sağladığı Avantajlar

Yapılandırılmış menkul kıymetler yatırımcılar açısından cazip özelliklere sahiptir. Bunlardan bazıları aşağıda kısaca özetlenmiştir:

1.Sermayenin korunması: Yapılandırılmış menkul kıymetler piyasa performansına bakılmaksızın, anaparayı koruma niteliğine sahiptir. Yatırımcıya vade sonunda en azından asıl yatırımından elde edeceği getiriye garanti edebilir (Telpner, 2004).

2.Ekstra getiri sağlaması: Yapılandırılmış menkul kıymetler yatırımcılarına önceden duyurdukları belli şartların gerçekleşmesi durumunda piyasa getirisinin üstünde bir getiri sağlarlar (Peng ve Dattatreya, 1995).

3.Risk ayrımı ve çeşitlendirmesi: Yapılandırılmış menkul kıymetler yatırımcılarına tek bir enstruman satın almak suretiyle farklı piyasalara açılım olanağını sağlarlar (Peng ve Dattatreya, 1995).

4.Yüksek kredi notu olan kurumların ihraç etmesi: Genellikle uzmanlık gerektirdiği için yüksek kredi notuna sahip kuruluşlar, yapılandırılmış menkul kıymet ihraç etmektedir. Böylece yatırımcı referans olarak gösterilen varlık ya da endeksin piyasa ya da kredi performanslarına bakarak ihraççı kuruluşun kredi ya da geri ödeyememe riskinden ziyade getiriye dikkatini yöneltebilmektedir (Telpner, 2004).

5.Portföy çeşitlendirmesine imkan tanınması: Hisse senedi ya da tahvil piyasası, bu bağlamda daha da derinlemesine bakarsak tüm piyasaların performanslarının birbirlerinden farklılık gösterebilmesi nedeniyle yapılandırılmış menkul kıymetler bir ya da birkaç endekse bağlı olabilirler. Sonuç olarak, yapılandırılmış menkul kıymetlere yapılan yatırımlar mevcut olan bir yatırım portföyünün çeşitlendirilmesine yardımcı olur. Yapılandırılmış menkul kıymetler ayrıca yatırımcılara geleneksel sabit getirili ve hisse senedi ürünleri ile elde edemediği diğer varlıklara yatırım yapma olanağı tanır (Telpner, 2004).

6.Kişiselleştirebilme: Diğer birçok finansal araçtan farklı olarak, yapılandırılmış menkul kıymetler yatırımcının istediği risk / getiri oranı beklentisini karşılayacak şekilde tasarlanabilmektedir. Yatırımcı profiline uygun risk / getiri tercihi belirlendikten sonra, yapılandırılmış menkul kıymet bir veya birkaç endekse dayalı olarak yapılandırılabilir (Telpner, 2004).

7.Yasal avantajlar: Bazı yatırımcılar doğrudan türev araç alım satımı yapma haklarını kısıtlayan düzenleyici ve hukuki engellerle karşılaşabilirler. Yapılandırılmış menkul kıymet yatırımcıları, doğrudan türev araçlara yatırım yapmadan, türev araçların sağladığı avantajlardan (risk transferi gibi) yararlanabilirler (Telpner, 2004).

8.Kendine özgü ödeme yapısı: Yapılandırılmış menkul kıymetler sabit getiri arenasında elde edilemeyecek türde özelleştirilmiş ve kendine özgü ödemeler sunabilir (Peng ve Dattatreya, 1995).

1.3. Yapılandırılmış Menkul Kıymetin Yapılandırılmasında Dikkate Alınması Gereken Temel Unsurlar

Yapılandırılmış menkul kıymetleri oluşturmada aşağıdaki hususların dikkate alınması gerekmektedir (Cortez ve Stacewicz, 2001):

1.Piyasa eğiliminin ve yatırımcıların ihtiyaçlarının analizi: Pek çok yapılandırılmış menkul kıymet spesifik piyasa eğilimlerine ve gereksinimlere bir yanıt ya da yatırımcı sorunlarına spesifik bir çözüm olarak oluşturulduğundan, tüm bu hususların doğru şekilde analiz edilmesi enstrumanın beklentiye karşılık verebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Örneğin, eğer yatırımcıların belli bir tip araca yatırım yapmalarını yasaklayan özel bir kanun varsa, alımı yasaklanan enstrumanın piyasa değerine dayalı oluşturulmuş bir yapılandırılmış menkul kıymet bu sorunun çözümünü sağlayabilir.

2.Menkul kıymetin yapılandırılması: Yapılandırılmış menkul kıymeti oluşturan kişi enstrumanın içereceği arzu edilen risk seviyesini tanımladığından, menkul kıymetin yapılandırılmasında en ucuz ve en etkin yolu araştırmak zorundadır.

3.Sözleşme yapısının tasarlanması: Sözleşme şartlarının yerine getirilmesi genellikle birden fazla kişiyi bağladığı için, sözleşme taraflarının niteliğini ve

sözleşmenin içerdiği şartları, hakları ve yükümlülükleri taraflar için mümkün olduğu kadar açık şekilde formüle etmek gerekmektedir.

4.İkincil piyasa yaratılması: İkincil piyasa menkul kıymetin ihracından sonra ve vadesinden önce alım satımının yapılmasını sağlar. Genel olarak, yapılandırılmış menkul kıymetlerin likiditesi herhangi bir menkul kıymete oranla düşüktür. Bu nedenle, bir ikincil piyasanın varlığı, bir yatırımcının böyle bir yatırıma karar vermesinde kritik öneme sahiptir. Bununla birlikte, menkul kıymet borsalarına kote edilen yapılandırılmış menkul kıymetler yatırımcılar için yeterli likidite sağlayabilirler.

1.4. Yapılandırılmış Menkul Kıymet Yatırımcıları

1.4.1.Alım gücü yüksek yatırımcılar

Yapılandırılmış menkul kıymet piyasasının daha fazla getiri ve risk-getiri tercihlerini kendileri oluşturmaya çalışan yatırımcı kitlesi nedeniyle hızla büyümesi, satıcıları daha fazla sayıda sofistike ve karmaşık araçları yatırımcılara sunma konusunda teşvik etmektedir.³ Günümüzde birçok yapılandırılmış menkul kıymet küçük kupürler halinde alım gücü yüksek yatırımcılar için ihraç edilmektedir.

Geçtiğimiz son birkaç yılda en büyük tutarlı Euro cinsi orta vadeli yapılandırılmış menkul kıymet alımları (Euro MTN) alım gücü yüksek yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir. Son zamanlarda ise bu menkul kıymetlerin en büyük alıcıları öncelikle Asyalı ve Orta Doğulu yatırımcılar ile birlikte İsviçre özel bankalarının müşterileridir. Bu yatırımcıların büyük çoğunluğu, faiz oranlarının ileri dönem verim eğrisinde belirtildiği hızda yükselmeyeceği düşüncesiyle hareket ederek başlangıç kuponlarının değerini artırmak amacıyla faiz oranı ekli opsiyonlar (embedded interest rate option) satın, Amerikan Dolarına ve Euro faiz oranlarına bağlı yapılandırılmış menkul kıymetler almaktadırlar.⁴

³ AUBERT, Guillaume: “The Challenge of Structured Trades” www.misysbanking.com, 2001

⁴ Financial Stability Review: “Structured note markets: products, participants and links to wholesale derivatives markets”, 2004

1.4.2.Finansal kuruluşlar

Sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve küçük bölgesel bankalar gibi finansal kuruluşlar da gelirlerinde artış sağlama hedefiyle yapılandırılmış menkul kıymet alımına yönelmektedirler. Örnek olarak; Amerika Birleşik Devletleri'nde birkaç bölgesel banka ve Arkansas ve Tennessee gibi eyaletlerdeki brokerlar ihbarlı tahvilleri daha küçük Amerikan bankalarına ve finansal kuruluşlara dağıtımda uzmanlaşmışlardır.⁵

Sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve kurumsal yatırımcılar yapılandırılmış menkul kıymetleri sabit getiri yatırımı yapısı altında portföylerine alternatif bir yatırım dahil etme yolu olarak da görmektedirler. Ayrıca, bu kuruluşlar yapılandırılmış menkul kıymetin sağladığı, vergi ertelemesi ve portföy bölümlendirmesi gibi avantajlardan da faydalanmak amacıyla yapılandırılmış menkul kıymet alımına gitmektedirler.⁶

Avrupalı ve Asyalı sigorta şirketleri uzun vadeli, sıfır kuponlu Amerikan Doları ve Euro cinsi ihbarlı tahvillerin en büyük alıcıları konumundadırlar. Bunlar aynı zamanda diğer nispeten yüksek getirili yapılandırılmış menkul kıymetlerin (riskten korunma amaçlı fonlara dayalı AGYT'ler, HSDYT'ler, KBYT'ler gibi) alıcılarıdır.⁷

1.4.3.Bireysel yatırımcılar

Bireysel bankalar, mali danışmanlar ve ulusal bankalar tarafından yatırımcılara satılan tasarruf araçları, genellikle, yapılandırılmış menkul kıymetler tarafından doğrudan desteklenmekte ya da distribütörler tarafından satın alınan yapılandırılmış menkul kıymetler tarafından risk koruması altına alınmaktadır.

Bireysel yatırımcılara sunulan yapılandırılmış menkul kıymetler genel olarak verginin etkin olduğu biçimlerde sunulurlar, İtalya'daki hayat sigorta poliçeleri buna örnek olarak gösterilebilir.

⁵ Financial Stability Review: "Structured note markets: products, participants and links to wholesale derivatives markets", 2004

⁶ COLE, Brad / AKEY, Rian: "Deconstructing Structured Products", 2004

⁷ Financial Stability Review: "Structured note markets: products, participants and links to wholesale derivatives markets", 2004

Son dönemde en büyük ulusal pazarların İtalya, Fransa ve Belçika olduğu söylenmektedir. Ancak piyasa araştırmaları, bu tip menkul kıymetlerin ABD’de olduğu kadar çok olmadığını, genelde sadece muhtelif menkul kıymet yatırım fonlarında bulunduğunu belirtmektedirler.⁸

1.5. Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraççıları

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin ihracında gözlenen hızlı artışın temel sebeplerinden biri de yatırımcıların artan ilgisiyle bağlantılı olarak, pek çok ihraççının yapılandırılmış menkul kıymetleri, fonlama programlarının tamamlayıcı bir unsur olarak görmeleridir. Günümüzde en büyük yapılandırılmış menkul kıymet ihraççıları devlet garantisine sahip kuruluşlardır. ABD’de Federal Home Loan Bank, Federal National Mortgage Association ve Student Loan Mortgage Corporation bunlara örnek olarak verilebilir (Peng ve Dattatreya, 1995)

Yapılandırılmış menkul kıymet ihraççıları genel olarak yüksek kredi notuna sahip kuruluşlardır. Bunun nedeni yatırımcıların riski ihraççı yerine yapıda taşımak istemeleri ve faiz riski yanında kredi riski taşımak istememeleridir.

Günümüzde en çok ihraç edilen yapılandırılmış menkul kıymetler orta vadeli yapılandırılmış menkul kıymetlerdir (medium term notes – MTN) Yapılandırılmış menkul kıymet ihraç eden ortaklıkların büyük çoğunluğunu finansal kuruluşlar oluşturmaktadır. Bu finansal kuruluşların yapılandırılmış menkul kıymet oluşturmada swap ve türev araç işlemlerini kullanma konusunda diğerlerine oranla daha donanımlı olmasının doğal bir sonucudur.

İhraççılar amaçlarına göre iki gruba ayrılabilirler:⁹

1. Piyasa riskine maruz kalmaktan korunma

Bazı ihraççılar piyasa riskine bağlı kıymetleri portföylerinin içinde bir riskten korunma unsuru olarak bulundurlar. Örnek olarak, Avrupa Yatırım Bankası’nın menkul kıymetleri, Birleşik Krallık perakende fiyat enflasyonuna bağlıdır ve kısmen kredi kaydındaki (loan book) enflasyon bağlantılı nakit akışlarını hedge edebilir.

⁸ Financial Stability Review: “Structured note markets: products, participants and links to wholesale derivatives markets”, 2004

⁹ Financial Stability Review: “Structured note markets: products, participants and links to wholesale derivatives markets”, 2004

Federal Konut Kredi Bankaları, Fannie Mae ve Freddie Mac ihbarlı menkul kıymetler (callable note) ihraç eden ve sahip oldukları ABD ipotekli menkul kıymetlerinin taşıdığı ön ödeme riskininden korunmak için faiz oranı opsiyonları satın alan çok büyük kurumlardır.

2.Borçlanma maliyetleri

Birçok ihraççı aslında daha düşük faizle borçlanmaya veya fon kaynaklarını çeşitlendirmeye çalışmaktadırlar. Bir OVKİP oluşturduklarında satıcılar bu ihraççılara swap'lı yapılar önermektedirler. Böylece, ihraççının borçlanma maliyeti LIBOR gibi değişken bir faiz oranına bağlanmaktadır.

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin ihraççılar açısından cazip faiz oranlarıyla ihraç edilebilmesi yapılandırılmış menkul kıymetleri bazı büyük uluslararası organizasyonların ve bankaların toptan satış fon yönetiminin önemli bir parçası haline getirmektedir.

Swap işlemleri nedeniyle ihraççıların doğrudan yapılandırmadan doğan piyasa riskine maruz kalmayacağı düşünülebilir. Ancak swap karşı tarafından kaynaklanan potansiyel riskler bulunmaktadır. Bazı yapılandırılmış menkul kıymetler uzun vadeli olabilmekte ve bu menkul kıymetlerin karmaşık yapısı dikkate alındığında bir değerlendirme yapılması zorlaşabilmektedir. Bunun sonucu olarak, bu tür swap işlemlerini bağımsız olarak değerlemede uzmanlaşmış fiyatlama hizmetleri sunan uzmanlar ortaya çıkmıştır. Swap piyasalarındaki uygulama ile doğru orantılı olarak, ihraççılar, swap işlemlerinden kaynaklanan herhangi bir piyasa riskine maruz kalmalarının karşılığı olarak satıcılardan genel olarak teminat talep etmektedirler.

İhraççılar likidite riskine de maruzdurlar. Birçok yapılandırılmış menkul kıymet göreceli olarak uzun vadeli ancak, daha kısa vadelerde kullanılabilir alım opsiyonu bulundurlar.

1.6.Başlıca Yapılandırılmış Menkul Kıymetler

1.6.1.Anapara Garantili Yapılandırılmış Tahviller - AGYT (Principal Protected Notes)

Yapılandırılmış menkul kıymetlerde son yıllarda en önemli büyüme bu kategoride görülmüştür. AGYT'ler yatırımları konusunda oldukça ihtiyatlı olan Avrupalı ve Japon yatırımcılar arasında popüler hale gelmiştir. ABD'de de,

özellikle hedge fon (riskten korunma amaçlı fon) yatırımlarına dayalı AGYT'lere ilgi giderek artmaktadır.

AGYT'ler, yatırımcıya vadede asıl anapara yatırımının %100'ünün ve buna ilaveten belirli bir dayanak varlık ya da endeks değerindeki artışın tamamının veya bir kısmının ödenmesini garanti eden sabit getirili finansal araçlardır.

AGYT'ler genel olarak iki unsur içerir. Bunlar, sabit getirili bir yatırım (özellikle bir tahvil ya da para piyasası yatırımı) ve bir opsiyondur. Bu birleşim yatırımcıya, potansiyel kayıpları sınırlandırırken, bir ya da daha fazla dayanak varlığın fiyat hareketinden faydalanma olanağı sağlamaktadır.

AGYT satın alan bir yatırımcı için maksimum zarar satış fiyatı ile anapara koruması arasındaki farktır. Ancak, yapılandırılmış menkul kıymetin piyasa değeri, anapara garanti seviyesinin altına düşebilir. Bu durum, vadeden önce satımda potansiyel zararı artırabilir. Dolayısıyla, anapara garantisi yapılandırılmış menkul kıymetin itfasına kadar elde tutulması durumunda garanti edilir. Opsiyon unsuruna bağlı risk, ilgili opsiyonlar ya da opsiyon birleşimlerinin taşıdığı riskin aynısıdır. Dayanak varlığın piyasa değerine bağlı olarak vade bitiminde opsiyon unsurunun değerini yitirme olasılığı bulunmaktadır.¹⁰

Bir tek varlığa dayalı AGYT'lerde ise yatırımcının başlangıç yatırımının bir kısmı sıfır kuponlu enstrüman almak için kullanılır, örneğin bu, vadesi ve nominal değeri AGYT ile uygunluk gösteren sıfır kuponlu bir ABD devlet tahvili olabilir. Sıfır kuponlu devlet tahvilinin fiyatı ve nominal değeri arasındaki fark, ihraççı tarafından referans gösterilen varlığa dayalı opsiyon satın alma ile maruz kalınan riskten korunmada kullanılır. Referans olarak gösterilen varlığa katılım oranı, bir bakıma opsiyonun satın alınmasında nakit bulunup bulunmamasına bağlıdır. Karşılığında sermaye aracının yapısına göre kaldıraç seviyesi etkilenir.

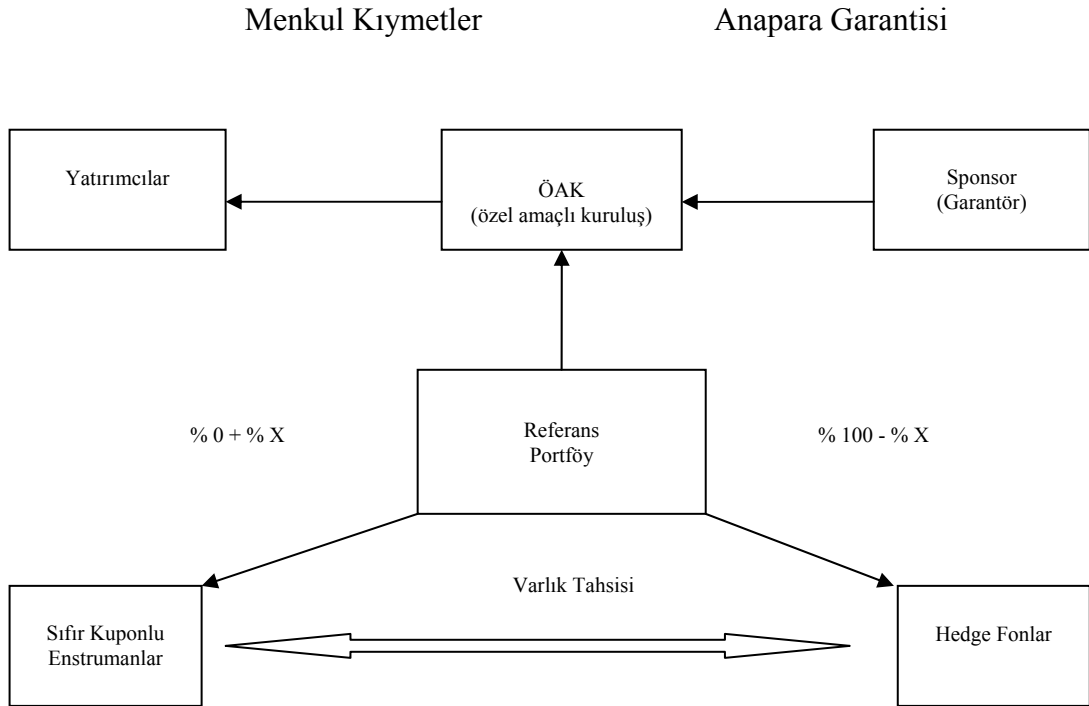
Günümüzde, giderek artan sayıda finansal kuruluş ya riskten korunma amaçlı fonlar oluşturmakta ya da bu fonların yönetiminde uzman kişilerle birlikte, kurumsal yatırımcılara ve alım gücü yüksek yatırımcılara satmak amacıyla riskten korunma amaçlı fonlara dayalı AGYT'leri ihraç etmektedirler. Genel olarak riskten korunma amaçlı fonlara dayalı AGYT ihracında, Şekil – 1'de gösterildiği

¹⁰ www.bcv.ch "Special Risks in Securities Tradingé

gibi, özel amaçlı kuruluş, yatırımcılara en az bir yıl vadeli ve yıllık nominal kupon ödemeli bir AGYT ihraç etmektedir. Bu tahvil, vadeye kadar elde tutulduğunda, anaparanın tamamının geri ödenmesini garanti etmektedir.

AGYT'den sağlanan getiri, bir veya daha fazla sayıda tasarlanan riskten korunma amaçlı fonların (riskli kısım) ve sıfır kuponlu borçlanma araçlarının (garanti yükümlülüklerine karşı ayrılan kısım) referans portföydeki paylarına bağlıdır. Bazı AGYT'ler anaparanın korunan belli bir kısmı için veya önceden yatırılan bütün meblağlar karşılığında erken geri ödemeye izin verir (Telpner, 2004).

Şekil 1. Riskten Korunma Amaçlı Fona Dayalı Anapara Garantili Menkul Kıymetlerin Tipik Yapısı



Genellikle referans olarak alınan endeks ve/veya varlıklardan oluşturulan portföy (referans portföy), işlemlerin başlangıcında, riskten korunma amaçlı fonların faiz oranlarına bağlı olarak yapılan yatırımların etkisi altındadır. Referans portföyün değerinin, referans portföyün varlıkları (hedge fon yatırımları ve sabit getirili portföy) arasındaki dinamik ayarlamalarla azalması önlenir. Riskten

korunma amaçlı fon yatırımları, bu fonların performansı ve faiz oranlarının hareketlerine bağlı olarak sıfır kuponlu enstrümanlara dönüştürülebilir. Anapara koruması bir satım opsiyonu ya da sponsor tarafından verilen garanti üzerinden sağlanır. Satım opsiyonunun kullanım fiyatı, referans portföyün değeri ile vadede menkul kıymet için ödenecek meblağ arasındaki farka bağlıdır. Menkul kıymeti ellerinde bulduranlara, vadede anapara geri ödemesi tutarı ile referans portföyün üzerinde herhangi bir getiri oluşmuş ise bu getirinin tamamının ödenmesi garanti edilmiştir.

Program sponsoru çoğu zaman, AGYT ihraççısına; AGYT'in faiz ödemelerini fonlama, riskten korunma amaçlı fonlarını elde tutma ve yönetme için katlanılan maliyetler, genel işletme sermayesi gereksinimleri, geçici likidite gereksinimleri gibi durumlar için kullanmak üzere kredi temin eder. Kaldıraç etkisi, riskten korunma amaçlı fon yatırımlarına öncelikli olarak tahsis edilen, referans portföyün payının artırılmasında kullanılır. Kaldıraç etkisini diğer yönden incelediğimizde, zararı engellemek veya azaltmak için sıfır kuponlu menkul kıymetlere tekrar dönmek daha maliyetli fakat daha isabetli olabilmektedir.

Bireysel yatırımcılara göre, riskten korunma amaçlı fona dayalı AGYT, hedge fon yatırımlarında yer almak için ek finansal bir araçtır. Kurumsal yatırımcılara AGYT'ler, daha fazla yatırım için ayrılan paranın hedge fonlara tahsis edilmesine ve pozitif getiriyi sıkı yatırım parametreleri ile birleştirmesine olanak tanınmasının yanısıra "sabit getirili portföy" yatırımları dahilinde daha fazla yatırım fırsatı sağlar. Ayrıca, AGYT'ler yasal kısıtlamalar nedeniyle piyasada bulunmayabilen enstrümanlara da yatırım yapma fırsatı vermektedir. AGYT yatırımlarının minimum miktarı, hedge fonlar için gerekli olan minimum yatırım miktarının genel olarak çok daha altındadır (Telpner, 2004).

Bütün yapılandırılmış menkul kıymetler gibi riskten korunma amaçlı fonlara dayalı AGYT'lerin de dezavantajları bulunmaktadır. Zararı durdurma noktalarında (stop-loss point) referans portföydeki bütün riskten korunma amaçlı fon yatırımlarının nihayetinde, sıfır kuponlu menkul kıymetlere dönüştürülmesi gerekebilir. Bu noktada anaparanın korunmasına rağmen potansiyel bir değer

artışından yararlanamama şeklinde oluşacak zarar söz konusu olmaktadır (Telpner, 2004)

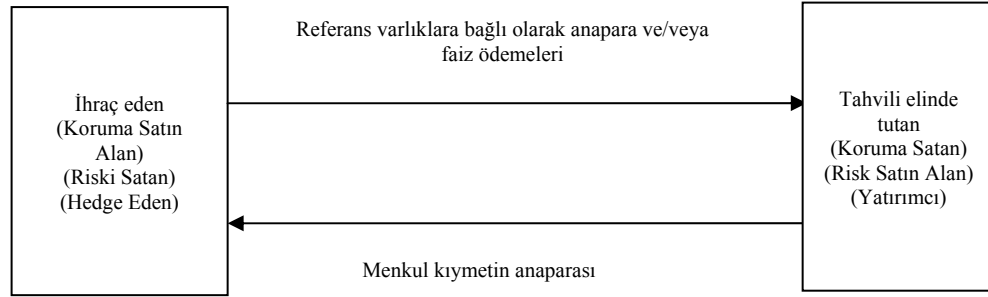
Doğrudan bir hedge fon yatırımcısı yatırımından ne zaman çıkabileceği seçimini yapabilir, fakat AGYT'ler benzer itfa opsiyonları ve imkanlarını sunmayabilir. Buna ilaveten, AGYT'ler ikincil pazarlarda biraz kısıtlı likidite imkanlarına sahiptir. Cari faizler düşük değerlerde olsa bile, bu sahibi için vergilendirilebilir cari faiz geliri olarak görülecektir. Böylece, riskten korunma amaçlı fonlardan elde edilen karların bir kısmı faiz gelirinə dönüşecektir. Riskten korunma amaçlı fonlara dayalı AGYT'leri eleştirenler, yatırımcıların sadece sıfır kuponlu tahviller olarak da kendilerini kolayca garanti altına alabileceklerini belirtirler. AGYT savunucuları ise, AGYT'lerin sadece yatırılan ilk miktarı korumakla kalmayıp aynı zamanda sıfır kuponlu hedge fonların satın alındıktan sonra kalan anapara miktarından ziyade bütün anapara üzerinden gelir sağladıklarını belirtirler.

1.6.2.Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahviller - KBYT (Credit Linked Notes)

Finansal kuruluşlar 1990'lı yılların ortalarında kredi riskini yönetmek için türev araçları kullanmaya başladılar. Kredili türev araçlar, sadece kredi olayının (iflas, yeniden yapılandırma, ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi durumu) gerçekleşmesi halinde taraflardan birinin ödeme yükümlülüğü altına girdiği bir kontrattır. En yaygın kullanılan kredili türev araç credit default swap (CDS) tır. Klasik bir CDS'ın yapısına bakarsak, Riski satan ve riski alan olmak üzere iki tarafı vardır. A kişisine riski satın alan, B kişisine de riski satan dersek, herhangi bir yükümlülüğü veya varlığı içeren bir kredi olayı olduğu takdirde, aralarındaki ilişkiyi şu şekilde açıklayabiliriz. A kişisi B kişisine referans alınan yükümlülüğe göre bir ödeme yapar, tutar genelde bir gereklilik olmasa da yükümlülüğün vadesi dolduğu andaki meblağa eşittir. B kişisi de A kişisine ya riski satın alanın yaptığı ödeme miktarına eşit değerli referans alınan varlık cinsinden borçlanma senedi (bond) ya da kredi (loan) vermelidir, ya da borç verilen referans varlıkların bugünkü piyasa değeri ile swapın gerçekleştirildiği andaki yükümlülüğün piyasa değeri, yükümlülüğün nominal değeri veya daha önceden anlaşılmış bir meblağ arasındaki farkı riski satın alana ödemelidir.

KBYT, kupon ödemeleri, anapara geri ödemeleri veya her ikisinin de, bir kredi olayının gerçekleşmesine bağlı olduğu bir finansal araçtır. KBYT tanımından da anlaşılabilir gibi CDS ile çok büyük bir benzerlik gösterir. Şekil – 2 basit bir şekilde KBYT'nin işleyişini göstermektedir.

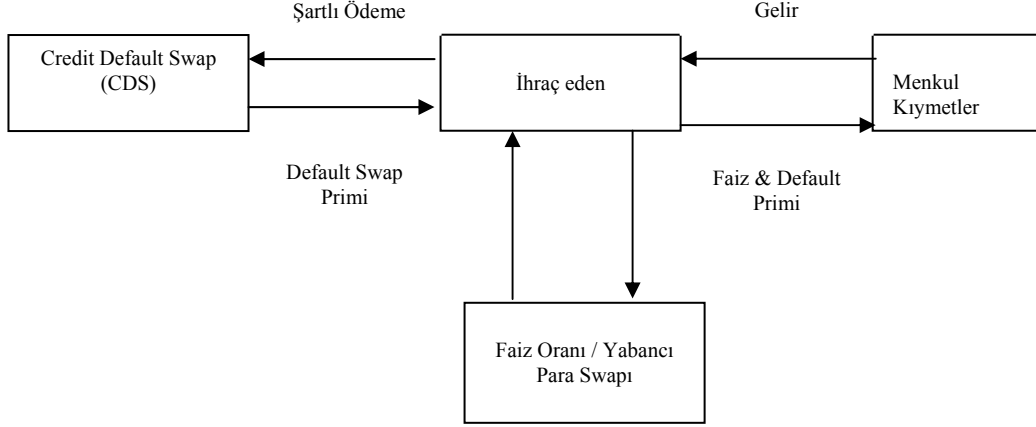
Şekil 2. Temel Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahvil



KBYT yüksek kredi notuna sahip borçlanan tarafından potansiyel daha düşük kredi notuna sahip borçlulara kullanılmak için ihraç edilen ve yapısında CDS bulunduran bir menkul kıymettir. Genellikle finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilirler. Amaçları ise borç alanın gelecekte sergileyeceği performansa göre oluşacak riski menkul kıymet ihraç ederek satmaktır. Eğer bir kredi olayı gerçekleşirse yatırımcıya düşük bir ödeme yapılabilir veya herhangi bir ödeme yapılmaz.

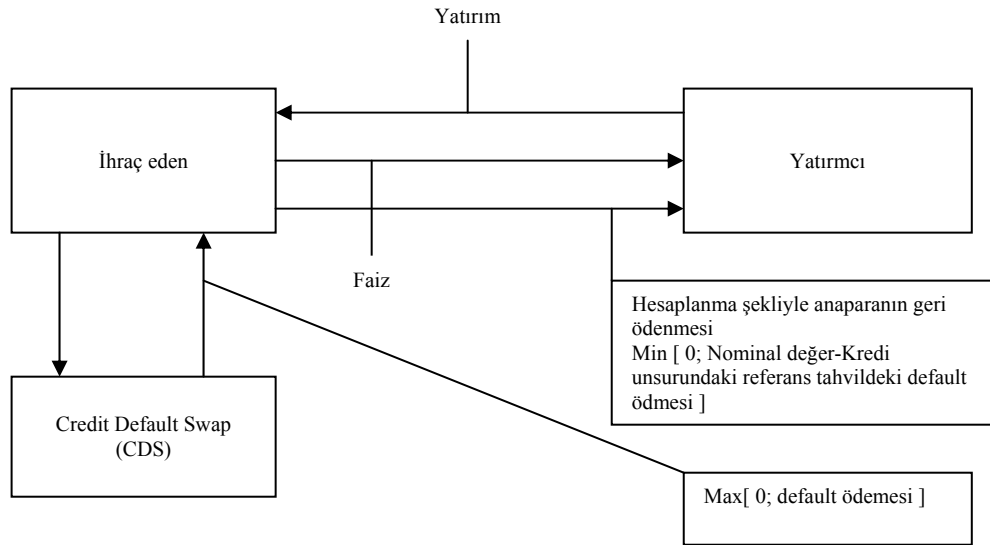
Tipik bir KBYT yapısı şekil-3'de gösterilmiştir. Default swaptan farklı olarak, KBYT için yatırımcının genel olarak satın aldığı andaki menkul kıymetin itibari değerini ödemesi gerekmektedir. Menkul Kıymetin sahibi, cari piyasa oranları üzerinde primli bir faiz alacaktır. KBYT'lerin vade tarihi, beyan edilen vade tarihi ve kredi unsurunun ortaya çıkma tarihi arasında önce olandır. Vadede herhangi bir kredi olayı gerçekleşmemiş ise, menkul kıymet sahibi senetleri itibari değerlerinden satın alır. Eğer bir kredi olayı gerçekleşmiş ise, yatırımcı taahhüdü yerine getirilmeyen referans varlığın (defaulted reference asset) veya önceden belirlenen anaparanın belli bir yüzdesinin değeri kadar bir ödeme alacaktır (Şekil-4'de gösterilmiştir.). Bunun yerine, menkul kıymet sahibi taahhüdü yerine getirilmeyen referans varlık adına ödeme alabilir.

Şekil 3. Tipik Kredili Yapılandırılmış Tahvil Yapısı

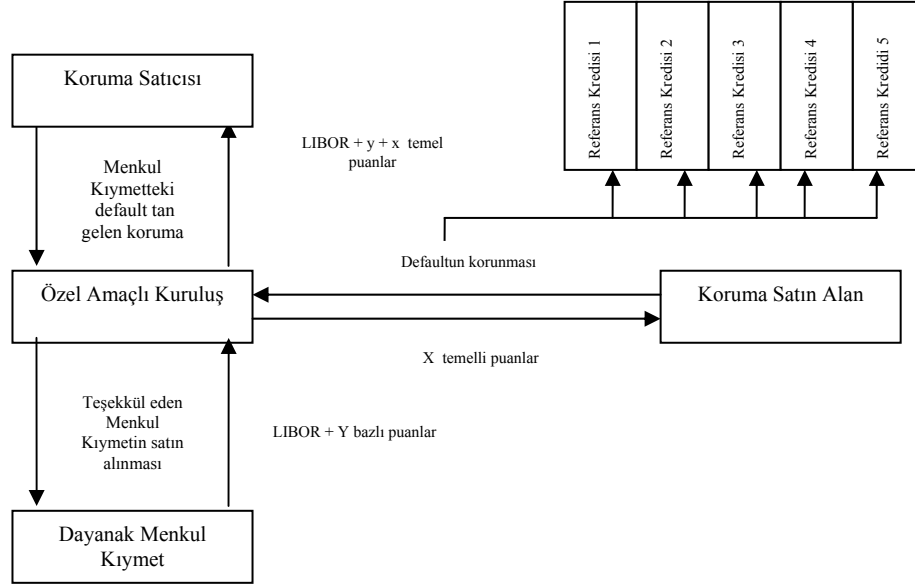


Banka kredileri portföyü, müstakil borç enstrumanları, tahvil yada gelişmekte olan ülkelerin piyasa endeksi gibi bir çok çeşit varlığa dayalı olarak Kredi Defaultlu Yapılandırılmış Tahviller oluşturulabilir (Şekil 5). KDYT gerekli nakit akışlarını sağlamak için faiz oranı veya döviz swapını birleştirebilir, hatta anapara garantili bir enstrumanı içine alabilir.

Şekil 4. Kredi Defaultlu Yapılandırılmış Tahviller



Şekil 5. Default Sepetindeki Öncelikli Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Tahviller



CDS gibi KBYT'ler de kredi riskine cevap vermek, kredi riskini transfer etmek ve kredi riskinden korunmak için kullanılırlar. Kredili türev araç piyasası en son rakamlara göre 1,5 trilyon Amerikan Doları civarındadır ve en büyük payı CDS'ler almaktadır. CDS'ler bir çok cazip özelliğe sahiptir ve bunların başında da bilanço da gösterilmemesi sayılabilir. Bu bağlamda, neden bir KBYT piyasası olması gerektiği sorusu akla gelebilir.

Bir çok faktör birbirleriyle birleştiğinde, KBYT kullanımı konusunda bir takım zorunlu tartışmalar doğmaktadır. Uluslararası Swap ve Finansal Türevler Birliği (ISDA)'nin çabalarıyla, KBYT'lerin dökümantasyonları başta ISDA'nın anlaşmalarına ve teyitlerine uymayan yatırımcılar için oldukça açık ve nispeten kolay hale gelmiştir. Diğer yapılandırılmış menkul kıymetler gibi, KBYTler türev araçların avantajını kullanmak isteyen yatırımcılar ve kanunlar veya yatırım kısıtlamaları nedeniyle doğrudan türev araçlara yatırım yapamayanlar için oldukça caziptir (Telpner, 2004).

KBYT ihraççıları için, swap taraflarından farklı olarak, ihraç edene ihraç anında ödeme yapılması nedeniyle ihraççı menkul kıymeti alana kredi riskini aktarmaz. Bu ihraççı açısından, yatırımcının referans yükümlülük veya varlıkla yakın şekilde karşılıklı ilişkide olmasının önemli olmadığı anlamına gelmektedir.

KBYT ihraççısı yatırımcının niteliğine bakmadan yüksek getirili ve uzun dönemli bir risk koruması sağlayabilir.

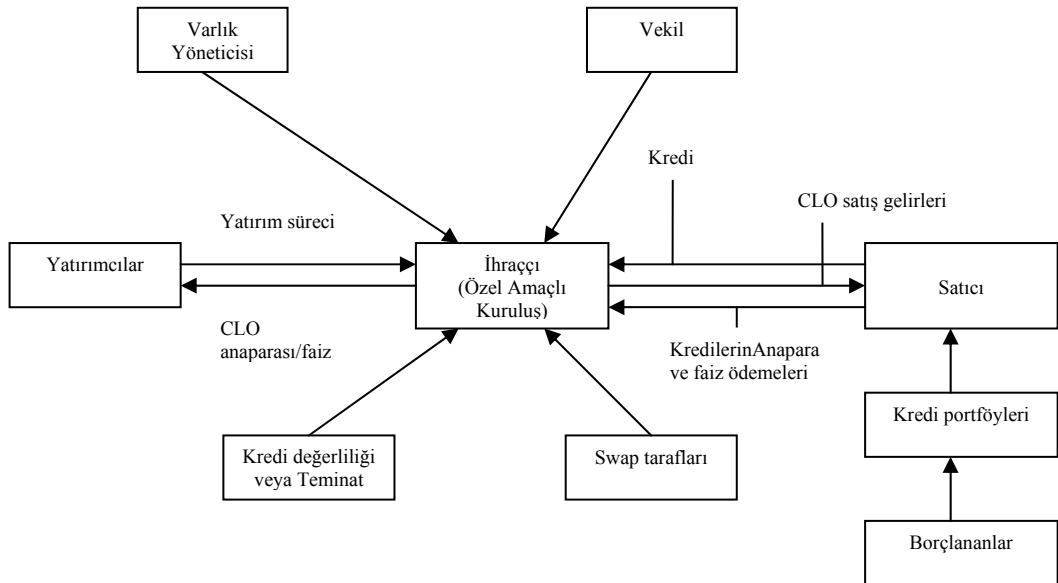
KBYT'lerin yatırımcılar için de cazip nitelikleri vardır. KBYT'ler yatırımcılara referans menkul kıymeti edinme gereksinimi olmadan kredi riski alma hakkını verir. Yatırımcılar taahhüdü yerine getirememesi riskini (default risk) tahmin etmeleri karşılığında daha fazla kazanç sağlarlar. Üstelik, KBYT'ler yüksek derecede özelleştirilebilmeleri nedeniyle yatırımcılar, yatırımlarının kredi riskini pek çok farklı yöntem izleyerek yönetebilirler. Her ne kadar KBYT'ler için referans gösterilen yükümlülükler banka kaynaklı krediler olsa da, KBYT'ler banka dışı yatırımcılara da mevcut olmayan varlık sınıfında yatırım yapma fırsatı vermektedir. Ayrıca, yatırımcıların krediler konusunda uzman olması gerekmemektedir. Diğer türev araçlarda olduğu gibi, KBYT'de kredi riskinin diğer piyasalarda fiyatlandırılmasından doğan arbitraj fırsatlarından yararlanma olanağı tanınmaktadır.

Kredi bağlantılı yapılandırılmış tahvillerin menkul kıymetleştirilmesi: Kredi menkul kıymetleştirmeleri, birçok türde işlem gören yapılandırılmış menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının (teminatlı kredi yükümlülükleri - TKY- collateralized loan obligations) kredi riskini düzenlemek amacıyla oluşturulmuş kredi havuzlarını ve diğer yükümlülükleri kapsar. TKY yapısına baktığımızda (Şekil- 6'da gösterilmiştir), özel amaçlı kuruluş birçok türde menkul kıymet ve sermaye piyasası aracının gelirlerinden bir kredi havuzu satın alır. Havuzdan elde edilen nakit akımları yatırımcılara ödenmek için kullanılır. Eğer oluşan yapı hala dolanımda ise, kredi tahsilatları ile yeni varlıklara, gelirin anaparayı karşılamasına kadar, tekrar yatırım yapılır. Krediler özel amaçlı kuruluşlarca aktif olarak yönetilirler. Eğer TKY nakit akışlı bir yapıda ise; sadece kredi havuzundaki nakit akışları yatırımcılara ödenmek için kullanılır. TKY, teminat üstü bir yapıya sahip olma özelliğini kullanarak, bilinen adıyla piyasa değeri yapısı ile karşımıza çıkabilir. Eğer kredi havuzunun değeri belirlenen eşğin altına düşerse, kredilerin bir kısmı, teminat üstü kredilerin muhafaza edilmesi için satılır ve menkul kıymetler itfa edilir. Bunlara ilaveten, kredi değerliliğini artırmanın diğer yöntemi olarak da, teminat üstü kredilerde finansal garantiler veya yüksek dereceli teminatlar kullanılmasıdır.

Finansal kuruluşlar için bu yapılar oldukça caziptir. Çünkü bu sayede, özel amaçlı kuruluşlara kredilerini transfer ederek bilançoda görülmesi gereken varlıkları buraya aktarmaktadırlar ve bu sayede yasal sermaye serbestlik kazanmaktadır. Bankalar da mevcut müşterilerine kredi verirken kredi riskini, üçüncü kişi yatırımcılara aktarmaktadır. TKY'ler, finansal kuruluşların portföyleri dışında çok çeşitli ticari kredi portföyelerine yatırım yapma fırsatı verir.

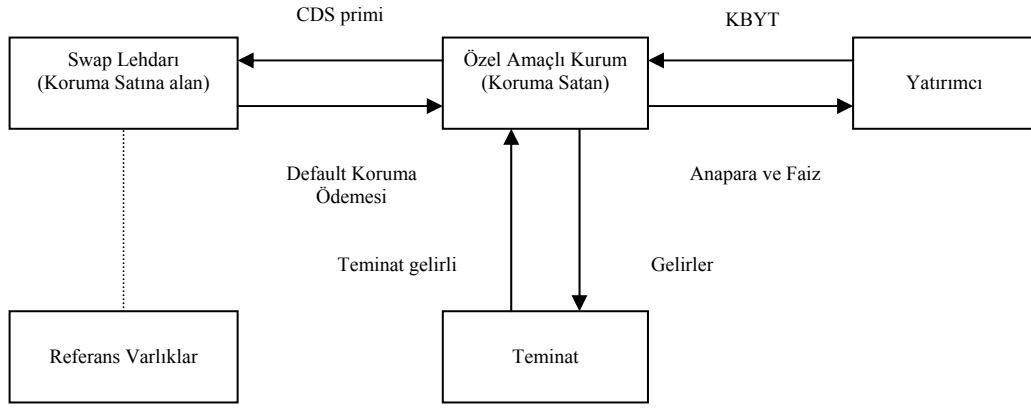
TKY, Şekil-7'de görüldüğü gibi, bazı finansal enstrümanların birleşmesi ile de oluşturulabilir. Özel amaçlı kuruluşlar, bir kredi havuzuna sahip olmak yerine, referans yükümlülüklerine ve varlıklara dayalı bir ana credit default swap alırlar. Bu noktada, özel amaçlı kuruluş koruma satıcısıdır. Referans portföy ortalama olarak 3 ile 20 arasında varlık içerir. Koruma ödemeleri default sepetindeki referans varlıklardan birinci, ikinci, üçüncü veya referans varlıklardan herhangi birine yapılır. Özel amaçlı kuruluşlar buna karşılık olarak swap lehdarından aldıkları dönemsel prim ödemelerini, menkul kıymetlere bağlı borç ödemesini gerçekleştirmek amacıyla kullanırlar. Prim ödemeleri teminatlardan sağlanan nakit akımlarıyla birleşerek menkul kıymet sahiplerine cari faiz oranlarının üstünde bir getiri sağlar.

Şekil 6. Teminatlı Kredi Yükümlülükleri Yapısı



Hangi referans varlık için gerçekleştiğine bakılmaksızın kredi olayı olduğu anda takas süreci başlar. Takas, nakit ödeme veya referans yükümlülüğün teslim edilmesi şeklinde olabilir. Takas fiyatı uygulamada, nominal fiyatı ile varsayılan değeri (default value) arasındaki farka eşit olur. Özel amaçlı kuruluşlar takas fiyatını swap lehdarına ödemek için teminatı likidite edecektir. Bakiyenin kalan kısmı da menkul kıymet sahiplerine ödenir.

Şekil 7. Suni Teminatlı Kredi Yükümlülüğü Yapısı



1.6.3.Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Tahviller - HSDYT- (Equity Linked Notes)

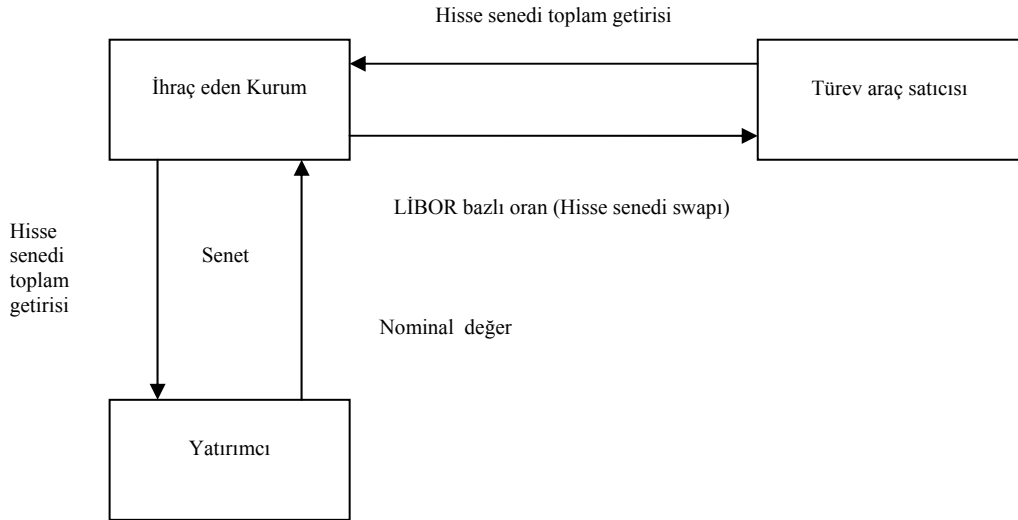
Şekil-8’de gösterildiği üzere, hisse senedine dayalı yapılandırılmış tahviller sabit getirili bir enstrüman olup, kupon veya anapara ödemeleri referans hisse senedinin fiyatına veya hisse senedi endeksine bağlıdır. Dolayısıyla, HSDYT içinde hisse senedi türevi barındıran sabit getirili bir menkul kıymettir. HSDYT’ye yatırım yapmak, mevcut hisse senedinin satım opsiyonunu satmak ve aynı anda HSDYT ihraç edene mevduat yatırmak ile aynı anlama gelmektedir. HSDYT’ler yatırımcıya sadece bir hisse senedinin, hisse senedi sepetinin ya da senet satın almadan hisse senedi endeksinin performanslarına göre getiri elde etme fırsatı sağlar (Telpner, 2004).

HSDYT’lerin oldukça eski bir tarihi vardır. Dönüştürülebilir menkul kıymetler ve hisse senedi garantili krediler bilinen iki tanesidir. Türev araç piyasasındaki son zamanlarda yaşanan gelişmeler HSDYT’lere birçok yenilik getirmiştir. HSDYT’lerin birçok endekse açılmasını bunlar arasında

söyleyebiliriz. Modern HSDYT'ler, yatırımcıya vade tarihini, satın alınacak hisse senedini, satım opsiyonun kullanım fiyatını belirleme gibi bir takım kişisel kontrolü artıran seçenekler de sunmaktadır.

Bugünlerde ihraç edilen HSDYT'leri anapara garantili menkul kıymetler ve gelir artırıcı (yield-enhancement) menkul kıymetler olarak iki sınıfa ayırmak mümkündür. Gelir artırıcı menkul kıymetler de boğa ve ayı menkul kıymetleri olarak iki gruba ayrılabilir. Boğa menkul kıymetleri satım opsiyonu içerirken, ayı menkul kıymetleri alım opsiyonunu birleştirir. Boğa menkul kıymetinde, referans hisse senedinin fiyatının opsiyonun kullanım fiyatında veya üstünde kalması halinde yatırımcı, primi menkul kıymetin gelirini artırmak için elinde tutar. Yatırımcının, primi referans hisse senedinin kullanım fiyatında veya altında kalmasına kadar elinde tutması dışında ayı menkul kıymetleri de boğa menkul kıymetlerine oldukça benzemektedir (Telpner, 2004).

Şekil 8. Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Tahviller



Diğer yeniliklerin arasında yatırımcıların risk ve getirisini sınırlayan veya değiştiren üst limitli veya değişken katılımlı yapılandırılmış menkul kıymetler de bulunmaktadır. HSDYT'ler, referans hisse senedinin performansına belli bir oranda katılım sağlanabilecek şekilde yapılandırılmıştır. Alternatif olarak da menkul kıymet, önceden belirlenen üst limit dahilinde hisse senetlerinde oluşan herhangi bir değer artışına tamamen katılım sağlayabilir.

HSDYT'ler bir menkul kıymetler borsasına kote olmalıdır. Hisse senedinin spekülatif yapısı nedeniyle HSDYT'lerin ihracına ilişkin borsa şartları diğer özel sektör tahvillerine nazaran daha sıkıdır. Örneğin hisseli yapılandırılmış tahvil ihracında halka arz sirküleri daha detaylı bilgi içermelidir. (Wood, 1995:146)

1.6.4.Emtiaya Dayalı Yapılandırılmış Tahviller (Commodity-Linked Notes)

Bu menkul kıymetler hisse senedi bağlantılı yapılandırılmış tahvillere benzer şekilde işler, fakat getiri bir ya da birden fazla emtiaya ya da bir emtia endeksine bağlıdır. Bununla beraber, emtiaya dayalı yapılandırılmış tahviller piyasası diğer yapılandırılmış finansal araçlardan biraz daha farklıdır. Bazı yatırımcılar enflasyon ve spekülasyondan korunmak için bazı yatırımcılar da diğer hisse senedi ve sabit getirili yatırımlar üzerinden yapılamayan doğrudan fiyat açılımını sağladığı için emtialı yapılandırılmış tahvilleri cazip bulurlar. İkinci faktör, ihraççılar için de geçerlidir. Örneğin bir bakır madeni şirketini ele alalım. Bakır fiyatlarına bağlı menkul kıymet ihracı, ihraç eden açısından oldukça cazip olacaktır. Bakır fiyatları artarsa, maden şirketinin yatırımcılara daha fazla getiri sağlama gücü olacaktır. Tam tersinde ise, bakır fiyatı düştükçe yatırımcılara ödenecek faiz oranı azalacağından firmanın azalan karları için çok fazla endişelenmesine gerek yoktur. Eğer arzu edilirse, firma geri ödemeyi sabit bir bakır miktarı ile yapabilecek şekilde menkul kıymeti yapılandırabilir (Telpner, 2004). Bununla birlikte, emtia fiyatlarının ihraç priminden daha fazla yükselebileme ihtimali olması nedeniyle riskten korunma amaçlı işlemler ihraççının risklerini tam olarak bertaraf etmez (Coopers ve Lybrand, 1987:75).

1.6.5.Faiz Oranına Dayalı Yapılandırılmış Tahviller – FODYT- (Interest Rate Linked Notes)

Yukarıda tartışılan birçok yapılandırılmış menkul kıymet ihraççılara ve yatırımcılara kredi riskinin manipule edilmesine, el değiştirmesine ve tahsisine olanak sağlamaktadır. Aynı zamanda yapılandırılmış menkul kıymetler aşağıda anlatılan faiz oranına dayalı yapılandırılmış tahviller vasıtasıyla piyasa riskine maruz kalma konusunda bir takım ayarlamalar sağlayabilir.

Üst ve alt limitli değişken faizli yapılandırılmış tahviller: Üst limitli değişken faizli ihraçlar ile yatırımcı, menkul kıymet dahilinde ödenebilir tavan faiz oranı üzerinde uzlaşılması karşılığında, LIBOR'un üzerinde bir prim alır. Bu

menkul kıymet için yatırımcı fiilen bir dizi üst limitli değişken faizli ihraçları veya satım opsiyonlarını ihraç edene satmış olmalıdır. Üst limitli değişken faizli ihraçların içine konulan prim LIBOR'dan daha yüksek bir faiz farkıyla paraya çevrilir. Üst faiz limiti işlevsel olarak ihraççının kısa dönemli mevcut LIBOR endeksine göre fiyatlandırarak satabileceği satım opsiyonuna eşittir. Satım opsiyonunun satılmasından elde edilen gelir ihraççının borçlanma maliyetini düşürür. Değişken faizli bir yapılandırılmış tahvil üst limit yerine tabandan satılır. Taban yatırımcı tarafından kabul edilen bir dizi alım opsiyonuna eş değerdir. Hem alt hem üst limiti içeren değişken faizli yapılandırılmış tahviller alt limitli işlemlerin eşleniğidir. Alt limitli yapılandırılmış tahviller (collared note) minimum ve maksimum kupon ile iki opsiyon içerir. Bu tip ihraçlar hem ihraççılara hem de yatırımcılara faiz oranı riskine karşı sınırsız bir koruma sağlar (Sarwal, 1989).

Değişken faizli yapılandırılmış tahviller 1990'lı yıllarda popüler iken, günümüzde düşük faizli ortamda görülmemektedir. Fakat, nominal faizlerin düşük olduğu ortamda, pozitif getiri eğrilerinin eğiminin artması yönünde baskı olduğu zamanlarda, (hakim olan faiz oranları ve forward oranları arasındaki farkların artması) yatırımcılar için alt limitli değişken faizli yapılandırılmış tahvillere yatırım yapmak tekrar cazip hale gelebilir (Telpner, 2004).

İhbarlı (callable) sabit faizli yapılandırılmış tahviller: İhbarlı sabit faizli yapılandırılmış tahviller, yatırımcıya başlangıçta, öncelikle geri çağırılmayan kısa dönem için piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlayan, geri çağırılmaması halinde daha yüksek kupon faiz ödemesi sağlayan değişken faizli yapılandırılmış tahvildir. Menkul kıymet, büyük ihtimalle, çıkış faiz oranı (step-up rate) hakim piyasa oranlarının altında kaldığı sürece geri çağırılmayacaktır. Bu menkul kıymet, yatırımcının başlangıçta daha yüksek bir getiri elde etmesi karşılığında, menkul kıymet ihraççısına saklı swap (embedded swap) işlemi gerçekleştirmeyi sağlamasına benzer bir swap işlemidir. Daha karmaşık versiyonlar her bir tarihte çağrılabilme ve birçok tarihte yatırımdan çıkabilme özelliği sağlar. Bu menkul kıymetler uygulamada Bermuda alım opsiyonu ile yapılandırılmıştır. Yatırımcı, swap lehdarı ile LIBOR'dan daha düşük spread karşılığında birden fazla çıkış faizi kuponlu (step-up coupon) çıkarılan LIBOR swapına girerek yatırımlarını risk

koruması altına alabilir. Burada swap lehdarı işlem sırasında, lehdara swapın iptalinde birden fazla çıkış faizi kuponu edinmesine olanak tanıyan Bermuda swapına sahip olmalıdır. Swap işleminin gerçekleştirilmesi menkul kıymet geri çağırıldığında sonuçlandırılacaktır (Telpner, 2004).

Koridor değişken faizli yapılandırılmış tahviller: Koridor değişken faizli yapılandırılmış tahviller sayısal opsiyonları bünyesinde barındırır. Anapara ve/veya faiz, referans alınan endeksin, örneğin LIBOR endeksi, belirlenen günlerin sayısının ya da yüzdesinin belirlenen aralıklardan yüksek ya da alçak olmasına bağlıdır. Eğer koridor değişken faizli yapılandırılmış tahvil yeniden oluşturulmuş bir menkul kıymetse, belirlenen aralığın dışına çıkılması durumunda ödemeler endeksin belirlenen aralığa geri dönmesine kadar ertelenecektir. Öte yandan, çift taraflı ya da sonlandırılan koridor değişken faizli yapılandırılmış tahvil, endeks her belirlenen aralığın dışında kaldığında faiz tahakkuk ettirmeyi durduracaktır. Diğer türleri; sabit artan menkul kıymetler (biri endeksin aralığında kalan, diğeri ise de endeksin dışında kalan iki kupon ödemesi vardır), tekrar ayarlanabilen koridor menkul kıymetler (belirlenen aralık dahilinde yeniden ayarlamalara izin verilerek esneklik sağlayanlar), limit-aralıklı değişken faizli yapılandırılmış tahviller (faiz üst ve alt limitler dahilinde tahakkuk eder) dir (Telpner, 2004).

Ters anapara yada kupon endeksli yapılandırılmış tahviller: Bu menkul kıymetlerin anapara itfaları yada kupon ödemeleri, eğer referans endeks ya da varlık veya spread artarsa düşmekte, bunlarda bir azalma olması halinde ise artmaktadır. En genel örnek olarak ters floater¹¹ verilebilir. Menkul kıymet, sabit faiz oranından değişken referans endeks çıkarıldığında kalan miktar kadar faiz getirisi sunar. Ters değişken faizli yapılandırılmış tahviller üç tane türev araç unsuru içerir. Sabit oranlı enstrüman, yatırımcının değişken faiz ödeyip sabit faiz aldığı faiz oranı swapı ve yatırımcı tarafından satın alınan tavan faiz tutarı. Bu menkul kıymet, sahibine pozitif getiri sağlayan bir swap işleminden yararlanma fırsatı sağlaması durumunda oldukça caziptir. Sabit oranlı ödemelerin değişken oranlı ödemeleri aşması ve aynı zamanda menkul kıymetin ve menkul kıymetin

¹¹ **Floater:** Kupon ve faiz ödemeleri kısa dönemli endekse bağlı sabit getili bir finansal enstrüman.

barındırdığı swapların değer kazanması dolayısıyla faiz oranlarının düşmesi bir önceki cümlede anlatılan şartların oluşmasını sağlamaktadır. Tersine performans ilkesi herhangi bir varlık sınıfına uygulanabilir. Örneğin, ters anaparalı döviz kuru bağlantılı yapılandırılmış tahviller döviz kurları için pozisyon almada kullanılabilirler. Bunlar döviz kuru endeksli yapılandırılmış tahviller olup kurun değeri ile anapara ödemeleri terstir (Telpner, 2004 – Sarwal, 1989).

Süper değişken ve kaldıraçsız değişken faizli yapılandırılmış tahviller:

Süper değişkenler referans endeksin katları (iki katı gibi) olarak belirlenmiş oranlardan sabit faiz oranının çıkarılması sonrasında kalan faiz oranı üzerinden kazanç sağlar. Süper değişkenler negatif faiz oranlarından korunmak için taban değeri içerir. Süper değişkenlerin ihraçlarında, son birkaç yıldan beri, karları faiz oranların arttığı bir ortamda düşen ihraççılar için cazip olması nedeniyle yeniden artış görülebilir. Kaldıraçsız değişkenlerde faiz, referans endeksin eksi bir ile çarpılması sonucu oluşan faiz oranına eşittir. Bu menkul kıymet referans endeks yükseldiğinde düşük performans gösterir. Bununla beraber, kaldıraçsız değişkenler yüksek tabanları, yüksek başlangıç kuponları ve ilave çıkış faiz oranlarını birleştirir (Telpner, 2004).

Kilit değişkenli yapılandırılmış tahviller: Kilit değişkenli yapılandırılmış tahviller, değişken faizli ihraç ve kilit opsiyonunun (ratchet option) birleşerek kuponun ne bir önceki kupon seviyesinden yukarı ne de aşağı doğru hareket etmesi koşuluna tabi olarak yüksek değişkenli kupon ödemesi yapan bir menkul kıymettir. Yatırımcı uygulamada uzun pozisyonda değişken faizli ihraçta, kısa pozisyonda opsiyonun varlık değerinde (path-dependent) veya periyodik en üst limit anlaşmalı kontratta ve uzun pozisyonda opsiyonun varlık değerinde veya periyodik en alt limitte olabilir. Bu kombinasyon forward oranlarında sert artışlar olacağı tahmin edildiği fakat yatırımcının yavaş bir artış veya azalış olacağına inandığı durumlarda menkul kıymete, yüksek bir kupon tabanı sunmasına olanak tanır. Eğer faiz oranları artarsa, bu menkul kıymet oldukça kötü bir performans gösterecektir. Özellikle bu tür kilit değişkenlerde, eğer oranlar dışa vurum fiyatının üzerine yükselmişse, kupon dışa vurum opsiyonunun (knock-out option) katılımı ile menkul kıymetin kuponunu nominal oranlara indirecektir (Telpner, 2004).

Endeks İtfalı Yapılandırılmış Tahviller: Endeks itfalı yapılandırılmış tahviller, LIBOR gibi spesifik bir endeks oranı değişimine göre itfa edilen bir yapılandırılmış menkul kıymettir. Birçok yönden mortgage temelli ürünlere benzerler. Endeks itfalı yapılandırılmış tahviller sabit oranlı kupon taşırlar. Fakat, menkul kıymetin kuponu değişmeyip endeks olarak alınan faiz oranları arttığında, menkul kıymet çok daha yavaş itfa olur ve menkul kıymetin ortalama ömrü artar. Endeks itfalı yapılandırılmış tahviller için bekleme dönemi iki yıl hiç itfa olmaması gibi çok alışılmış bir durum değildir. Endeks itfalı yapılandırılmış tahviller negatif dışbükeylikle tanımlanmıştır. Bu geleneksel sabit getirili enstruman ile birbirine benzemediğinin bir göstergesidir. Geleneksel sabit getirili enstrumanların faiz oranları düştükçe değeri artar fakat, endeks itfalı yapılandırılmış tahvillerde faiz arttıkça değer de artar. Sonuç olarak bu tür kağıtlar, düşük nominal oranların ve yüksek eğimli getiri eğrisinin olduğu 1990'ların başlarında oldukça popülerdiler. Son yıllarda da benzer faiz oranlarının olduğu ortamları da görmekteyiz (Telpner, 2004).

1.6.6.Özelleştirilmiş Opsiyon İçeren Yapılandırılmış Tahviller (Exotic Option-Embedded Structured Notes)

Egzotik opsiyonlar (kullanımında zaman aralıkları kısıtlanmış Amerikan opsiyonları) işlem fiyatı hesaplanma şekline, prim ödeme dönemlerine, ödeme hesaplamalarına, ve opsiyonun nasıl efektif veya yok edileceğine göre pek çok açıdan standart opsiyondan farklılık gösterir. Özelleştirilmiş (egzotik) opsiyon içeren yapılandırılmış tahvillerin çok sayıda türü vardır ve oldukça karmaşık bir yapıları vardır. Bu menkul kıymetlerin yüksek derecede özelleştirilmiş risk ve getiri profilleri sağlama özelliği, yapılandırılmış menkul kıymetlerle birleşmesi açısından oldukça önemli bir özellik olarak tanınır. Farklı ödeme koşullarının tasarlanmasında değişik opsiyonlar kullanmak oldukça yaratıcı çözümler sunmaktadır. Örneğin; basamak opsiyonu (ladder option) içeren yapılandırılmış bir menkul kıymetin getirisinin tanımını düşündüğümüzde ;

a) Eğer mevcut endeks, menkul kıymetin ihraç edildiği tarihteki seviyenin altında ise, kağıt sahibi hiç bir getiri elde edemez ve b) Eğer mevcut endeks menkul kıymetin ihraç edildiği tarihteki seviyenin üstünde ise, getiri menkul kıymetin ömrü boyunca erişilen basamak seviyesindeki yüzde değer kazanımına

eşit olacaktır (örneğin, başlangıç basamağının seviyesinin üzerinden % 25'lik bir artış, karşılığında başlangıçtaki mevcut endeks oranından yüksek bir değer). Getiri, erişilen basamak seviyesi ile menkul kıymetin ihraç edildiği tarihteki endeks değeri arasındaki farktan fazla olamaz.

Diğer egzotik opsiyon içeren menkul kıymetler; ortalama oranlı opsiyon içeren yapılandırılmış menkul kıymetler, işlem görme değeri belirlenmiş opsiyonlar içeren menkul kıymetler, limitli-bağımsız opsiyon içeren yapılandırılmış menkul kıymetler (bariyer opsiyonlar), multi-faktör opsiyon içeren yapılandırılmış menkul kıymetler, miktar-ayarlamalı opsiyon içeren yapılandırılmış menkul kıymetler, sayısal opsiyon içeren yapılandırılmış menkul kıymetlerdir (Telpner, 2004).

1.7.Yapılandırılmış Menkul Kıymet Prensip Anlaşması¹²

Yatırımcının genelde yeni bir yapıyı ilk incelemesi bir prensip anlaşması vasıtası ile olur. Prensip anlaşması alım satımın temel kavramlarını ve teknik özellikleri içerir.

Başlık kısmı genelde bu yapıyı teminat altına alan satıcı (broker/dealer) hakkında bilgi içerir. Ayrıca tahvil hakkında bir özet bilgi ve satışa ilişkin hususlar bu bölümde yer alabilir. Son olarak, menkul kıymetin satın alınması yönünde talep gelmemesi durumunda düzenleyici otoritenin sözleşmede teklif olunan hakkın reddine yer verilir.

Prensip anlaşmasının ana kısmı tahvil hakkında gerekli olan temel bilgileri içerir. Bu temel unsurlar şunlardır:

İhraççı: bu bölümde ihraççının unvanı ve ihracın gerçekleşecek olması halinde tahvilin cinsi yazılır.

Anapara tutarı: Bu amaçlanan yeni ihraç tutarıdır.

Takas tarihi: ABD'de özel sektör tahvilleri için standart takas tarihi beş işlem günü olmasına rağmen, yapılandırılmış menkul kıymetlerin takas tarihi genel olarak daha uzundur. Daha uzun takas tarihi teminatçı ve ihraççıya yapılandırılmış menkul kıymetin izahnamesini uygun dilde düzenlemesine olanak

¹² PENG, Scott Y. / DATTATREYA, Ravi E. "The Structured Note Market" 1995, s. 15-18

tanır. Uzun takas tarihinin diğeri bir nedeni de pozitif eğimli getiri eğrisinin avantajından faydalanmaktır. Takas tarihi iş günü olarak belirlenmelidir.

Vade tarihi: Vade tarihi yapılandırılmış menkul kıymette değişkenlik gösteren üç unsurdan biridir (diğerleri kupon ve anapara). Belirli yapılarda vade tarihi faiz oranı hareketlerine bağımlı olarak değişebilir. Vade tarihi iş günü olarak belirlenmelidir.

Kupon: Yapılandırılmış menkul kıymetin temel bir unsurudur. Kupon bölümü yatırımcıya ödeme formülünü açıklar. Yapılandırılmış menkul kıymetlerde tüm şarta bağılı ödemeler bütünüyle belirtildiğinden ipotekli menkul kıymetlerden farklılık gösterir. Kuponların değeri negatif olamayacağı için mutlaka bir “sıfır kupon” gereklidir. Bazı yapılandırılmış menkul kıymet kuponları tavan sınırlıdır ve bunlar belirtilir.

Gün bazında hesaplama: Bu, her dönem sonunda yatırımcıya ödenecek nakit getirinin hesaplanmasını gösterir. Genel kabul görmüş uygulamalar “şimdiki değer (actual)/360” bazında tahakkuk eden para piyasası getirisi ya da “30/360” bazında tahakkuk eden tahvilin getiri düzeyidir. Kuponlar gün bazında hesaplanarak ödenir. Örneğin; üç ayda bir ödenen işlem (act)/360 kuponunda, üç aylık dönem sonunda yatırımcı tarafından elde edilen nakit akışı:

Kupon nakit akışı = (Amaçlanan tutar) * (Nominal kupon oranı) *(dönem içindeki gerçekleşmiş gün sayısı) / 360

Dönem ve tarihlerin ayarlanması: Kupon ödemesi tarihinin hafta sonuna denk gelmesi durumu dikkate alınarak yapılan bir düzenlemedir. Eğer tahvil böyle bir düzenleme öngördüyse yatırımcıya ödemenin yapılabileceği iş gününe kadar faiz tahakkuk ettirilir ancak, tahvil dönem ya da tarihe ilişkin bir ayarlamaya gitmediyse yatırımcıya fiili dönem sonundaki faiz tahakkuk eder ve yatırımcı ödemenin yapılabileceği iş gününde vade sonundaki kupon ödemesini elde eder.

Endeks belirlenmesi: Prensip anlaşması genelde endeks belirlenmesi yöntemini içerir. Belirlenen endekslerin fiyat seyri yatırımcılar tarafından veri dağıtım kanallarından (örneğin; Reuters, Telerate ve Bloomberg) takip edilebilecek nitelikte olmalıdır.

İhraç fiyatı: genel olarak yapılandırılmış tahviller yatırımcıya nominal değerinde satılır ama bazı durumlarda primli veya iskontolu fiyattan da satılabilir.

Anaparası belirli endekslere bağlı yapılandırılmış menkul kıymetlerin anapara formulasyonu prensip anlaşmasında hesaplama yöntemi belirtilerek gösterilir.

İKİNCİ BÖLÜM

YAPILANDIRILMIş MENKUL KIYMETLER PİYASASINDAKİ SON GELİşMELER

Yapılandırılmış menkul kıymet piyasasında yaşanan yeniliklerin önemli bir bölümünün “medium term notes” (MTNs) olarak anılan İngiliz hukukuna göre belirlenen özel düzenlemeler çerçevesinde prensip olarak Amerikan doları ve Euro üzerinden ve işlemleri uluslararası saklama kuruluşları Euroclear ve Clearstream nezdindeki hesaplarda izlenen vadesi 1 yıldan uzun tahvillerin ihraçı şeklinde gerçekteşmiştir. Sözkonusu tahviller tahsisli satışa konu olmakta ve borsalarda işlem görebilmektedir. İhraç edilecek yapılandırılmış menkul kıymetler “orta vadeli yapılandırılmış menkul kıymet ihraç programları (Medium Term Note Programs)” kapsamına alınmakta ve yapılandırılmış menkul kıymetler bu şekilde de daha az maliyetle daha kolay ihraç edilebilmektedir. Bu programlar, yapılandırılmış menkul kıymetlerin küçük miktarlarda oluşturulmaları ve belirli ya da daha fazla yatırımcının isteklerinin karşılanabilmesi için kısa bir zaman içerisinde ihracının gerçekleştirilebilmesi nedeniyle önem arz etmektedir.

Bu çerçevede, ülkemizde de yapılandırılmış menkul kıymet ihracının “orta vadeli yapılandırılmış menkul kıymet ihraç programları” kapsamında gerçekleştirilebilmesine yönelik Sermaye Piyasası Mevzuatında düzenlemeler yapılması hem ihraççılar hem de yatırımcılar açısından faydalı olacaktır.

2.1.Orta Vadeli Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraç Programları¹³

“Orta Vadeli Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraç Programları (OVYMKİP)” geniş bir aralıktaki borç enstrumanlarının hızlı, ucuz ve yaygın ihracına imkan sağlamak için tasarlanmış sözleşmelerdir. Bu program altında ihraç edilen tahvillerin vadesi 1 aydan 30 yıla kadar farklılık gösterebilmektedir.

OVYMKİP'nın temel amacı bir ihraççının ihraç edeceği menkul kıymetlere ilişkin sözleşme şartlarını standardize etmek ve böylece tahvil ihracında dokümantasyonu en aza indirmek, maliyet, zaman ve her ihraçta ayrı ayrı belgeleme gerektiren işlemleri sınırlamak ve yatırımcı için aynı nitelik ve kapsamdaki her bir ihraçta ayrı ayrı izahname okuma külfetini azaltmaktır. Böylece piyasa, borçlanma koşullarına ve borç verme fırsatlarına daha çabuk yanıt verebilmektedir. Üstelik, uluslararası sermaye piyasalarında yapılandırılmış menkul kıymet ihraççıları nitelik itibarıyla yüksek kredi notuna sahip Meryl Linch, Citi Group, HSBC, Credit Suisse First Boston International ve BNP Paribas gibi büyük kuruluşlardır ve bu kuruluşların ihraç kapsamında hazırlamış oldukları sözleşmeler, sözleşmelerin ticari nitelik taşıyan şartları haricinde, çok büyük farklılıklar göstermemektedir.

OVYMKİP'nın dokümantasyonu temel olarak şu unsurları içermektedir:

- Bir program sözleşmesi: (bazen dealer sözleşmesi olarak da tanımlanır) Programın oluşturulması ve sürdürülmesi ile ilgili olarak ihraççı ve teklif götürülen satıcılar (dealer) arasında düzenlenir. Bu sözleşme, yapılacak her ayrı ihraçta, ihraççı ve satıcılarından biri veya daha fazlası program dahilinde spesifik bir ihraç için sözleşme şartları üzerinde her anlaşmaya vardıklarında, uygulanacak hükümleri belirtmek durumundadır.

- Bir acenta sözleşmesi: İhraççı ile program dahilinde ihraç edilebilecek tahvillerin niteliğini planlamak için oluşturulacak programı hazırlamak üzere tayin edilen acenta arasında yapılır.

- Sözleşme belgesi: ilgili taraflar arasında, ilgili zamanda, aksine bir anlaşmaya varılmamışsa program dahilinde ihraç edilecek tahvillere uygulanacak sözleşme şartlarını ve koşullarını da içeren programı açıklayan ve ihraççı hakkında tanımlayıcı bilgi veren belgedir. (eğer program dahilindeki tahviller bir menkul kıymetler borsasına kote olmak zorundaysa, ilgili borsanın şartlarına uygun şekilde düzenlenir.)

- Bir yeddiemin (eğer bir yeddiemin olması gerekiyorsa)

¹³ WOOD, Philip R. "International Loans, Bonds and Securities Regulation" 1995, s. 161-163

İhraççı ve bir ya da daha fazla satıcı, bir ihracın ticari sözleşme şartları üzerinde anlaşmaya vardıklarında, diğer şartlar ve program dokümantasyonunda tasarlanmamış ya da değişiklik gerektiren diğer unsurlar kamuyu aydınlatma ve kotasyon amaçları kapsamında bir teyit formu şeklinde sözleşme belgesine ilave edilir.

Genel olarak program, güncel yasal düzenlemeler ve denetçi raporları (comfort letter) çerçevesinde, dönemsel olarak gözden geçirilir. Satıcılar bu kapsamda sözleşmeyi revize ederler.

2.2.Yapılandırılmış Menkul Kıymetlerin İhracında Düzenlenecek İzahnamenin Unsurları

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin karmaşık finansal araçlar olduğu, bir OVYMKİP kapsamında ihraçlar gerçekleştirilecekse her bir ihraç için farklı sözleşme şartları içereceği ve yatırımcının enstrümanın içerdiği riskler hakkında tam olarak bilgi sahibi olamayacağı dikkate alınarak ayrıntılı bir izahname düzenlenmesi şarttır. Bu çerçevede, yapılandırılmış menkul kıymet ihraç eden kuruluşların hazırlamış oldukları izahnameler incelenmiştir.¹⁴ Bu izahnamelerin ana çerçevesi standart olup, ihraççı tarafından gerekli görülen bilgiler de izahnameye eklenebilmektedir.

İzahnamenin giriş kısmında, genel olarak ihraççı tanımlanmakta ve ihraç programı kapsamına alınan yapılandırılmış menkul kıymetlere, yapılandırılmış menkul kıymetleri satın alacak yatırımcıların sahip olması gereken niteliklere, yapılandırılmış menkul kıymetlerin kaydi olarak düzenlenebileceği veya hamiline olarak ihraç edileceği bilgisine, ihraca aracılık edecek kuruluşlara, tahvillerin hangi borsalara kote edilebileceği bilgisine, ihraç için başvuru düzenleyici kuruluş ve hangi yasal düzenlemeye tabi olduğu bilgisine yer verilmekte ve ihraççı izahnamedeki bilgilerin doğruluğunu taahhüt etmektedir.

İzahname anahtarlarıyla şu başlıklardan oluşmaktadır:

- Bilginin hazır bulundurulması ve başvuruya temin edilmesi: ihraççı kuruluşun sermayesine, faaliyetlerine, yönetimine ve ara dönem ile yıllık

¹⁴ www.gov.ns.ca, www.ifc.org ve <http://treasury.worldbank.org>

bağımsız denetim raporlarına hangi kurumlar vasıtası ile ulaşılabileceği şeklinde bilgiler bu bölümde yer alır.

- Fiyatlandırmaya ilişkin ek belgeler: İhraççı kuruluşun program kapsamında yapacağı her bir ihraçta sözleşme şartlarını, fiyatlandırmaya ilişkin detayları ve tahvilin takası ve saklanması ve kuruluşun kamunun aydınlatılmasında gerekli gördüğü bilgileri içeren fiyatlandırmaya ilişkin bir ek belgeyi hazırlayacağı belirtilir.

- Gelirlerin kullanılışı: ihraççının tahvillerin satışından elde edeceği gelirleri ne amaçla kullanılacağı açıklanır.

- Özet: Bu bölümde ihraca ilişkin temel bilgiler anahatlarıyla özetlenmektedir. Ayrıca, ihraççı kuruluşun unvanı, enstrümanın düzenleyicisi, satıcılar, mali acenta, ödemeyi yapacak acentalar, belirlenmiş para birimleri, vadeler, kupür, ihraç yöntemi, ihraç fiyatı, tahvillerin niteliği, takas sistemleri, tahvillerin tanımlanması, tahvillerin kotasyonu, kredi derecelendirme notu, tabi olduğu yasal düzenlemeler, vergilendirilmesi, ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi durumları ve satış sınırlamalarına ilişkin bilgilere kısaca yer verilir.

- Belirli risk unsurları: Bu bölümde faiz riskine, döviz kuru riski ve döviz kontrollerine, yapılandırmadan kaynaklanan risklere, piyasa likiditesi ve getiriye ilişkin düşüncelere ve yasal düzenlemelere ilişkin düşüncelere yer verilir.

- Tahvillerin niteliği: Bu bölümde, tahvillerin kaydi olarak izlenmesi veya hamiline yazılı düzenlenen tahvilleri temsilen toplu sertifika (global note) düzenlenmesine ilişkin bilgilere yer verilir.

- Tahvillere ilişkin sözleşme şartları ve koşulları: Bu bölümde, ihraç edilecek tahvillerin niteliği, kupürü, başlığı, para birimi, tahvillerin değişimi ve transferi, tahvillerin konumu, uygulanacak faiz oranları, tanımlar, itfa ve satın alma, ödemeler, zaman aşımı, ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi; tahvillerin, kuponların ve sertifikaların yenilenmesi, ek ihraçlar, acentalar, ilanlar, uygulanan kanun ve yargılama yetkisi hususlarına ilişkin açıklamalara yer verilmektedir.

- Takas ve Saklama: Bu bölümde mali acenta ve ödemeci acenta belirtilerek takas sistemleri, birincil dağıtımda takas ve saklama prosedürleri ve ikincil piyasa transferlerinde takas ve saklama prosedürleri açıklanır.

- Vergilendirme: Bu bölümde genel olarak tahvillerin vergilendirilmesinden bahsedilerek tahvil sahiplerinin tabi olacağı vergi düzenlemeleri açıklanır.

- Para birimi değişimi: Bu bölümde, ödemelerde kullanılacak para birimlerine ve para birimlerindeki değişimlere ilişkin şartlara yer verilir.

- Dağıtım planı: Bu bölümde satıcıların belirlenmesindeki kıstaslar, satış işleminde satıcıların her bir ihraçta yapılan satış sözleşmesindeki standart hükümlere uyması konusunda açıklamalara, satış işleminde uygulanacak sınırlamalara yer verilir.

- Tahvillerin geçerliliği: Bu bölümde, ihraç edilecek tahvillerin geçerliliği şirket yetkilileri tarafından satıcılara taahhüt edilir.

- Genel bilgi: Programın uygulanmasından, ihraçtan ve satış işleminin yerine getirilmesi ile tahvillerin tesliminden sorumlu yetkili organ ya da kuruluş, takas ve saklamacı kuruluşlar ve tahvillerin kotasyonunun hangi borsanın onayına tabi olduğu gibi gerekli görülen birtakım ek bilgiler bu bölümde yer alır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YAPILANDIRILMIŞ MENKUL KIYMETLERİN ÜLKEMİZ YASAL DÜZENLEMELERİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE KONUYA İLİŞKİN MEVZUAT HÜKÜMLERİ

3.1.Yapılandırılmış Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliği

Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn.) 3'üncü maddesinde, sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayrılmış, Kanun'da belirtilen özellikleri taşıyan araçlar menkul kıymet, taşımayanlar ise diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Bu özellikler, ortaklık veya alacaklılık sağlamak, belli bir meblağı temsil etmek, yatırım aracı olmak, dönemsel gelir getirmek, misli nitelik taşımak, çok sayıda ve seri halde çıkarılmak, aynı ibareleri taşımak, kıymetli evrak özelliğini taşımak olarak belirtilmiştir. Bir finansal aracın menkul kıymet niteliğini taşıyıp taşımadığı belirlenirken Kanun'da belirtilen özelliklerin hepsini birden taşıması gerekmemektedir.

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin özellikleri SPKn.'nın 3'üncü maddesinde ifade edilen menkul kıymet özelliklerinden farklılık göstermektedir.

Yapılandırılmış menkul kıymetler, sabit getiri içermeyebileceğinden dönemsel getiri sağladığını söylemek zordur. Bu durum, yapılandırılmış menkul kıymetlerinin getirisinin dayanak aldığı malvarlığı veya endekse göre belirlenmesinin sonucudur.

Uluslararası literatürde bir menkul kıymet olarak tanımlanan ve bu çalışmada da yapılandırılmış menkul kıymet olarak ele aldığımız finansal araçların ülkemiz yasal düzenlemelerine göre kıymetli evrak niteliğine sahip olduğunun söylenmesi de mümkün gözükmemektedir. Özel sektör borçlanma senedi olarak kabul edildiğinde sözkonusu finansal aracın Türk Ticaret Kanunu'nun 420'nci maddesi uyarınca kıymetli evrak niteliğini haiz olması gerekmektedir.

Bununla birlikte, bu tip finansal araçların yurtdışındaki ihraç ve satışında araçların yatırımcılara fiziken teslimi yapılmamaktadır. Oysa Türk Ticaret Kanunu'nun 557'nci maddesi hükmü uyarınca kıymetli evrak bir alacak veya bir hakkı ortaya koyan bir senettir ve o alacak veya hak, senet ile aralarındaki ilişkinin sıklığı nedeniyle ancak o senet ile devredilebilir veya kullanılabilir olmalıdır. Fiziken basılmaması nedeniyle kaydileştirmeye ilişkin olarak Sermaye Piyasası Mevzuatında ayrıntılı düzenleme yapılması gerekmektedir.

Öte yandan, yapılandırılmış menkul kıymetlerin toplu olarak ve seri halde ihraç edildiğini, belli bir itibari değer taşıdığını ve belli bir meblağ üzerinden düzenlendiğini söylemek mümkün gözükmemektedir.

Bununla birlikte, genel olarak incelendiğinde, yapılandırılmış menkul kıymetlerin türev araca benzer bir bireysel sözleşme niteliği daha fazla ön plana çıkmaktadır.

Sonuç olarak, yapılandırılmış menkul kıymetler Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenen menkul kıymet özelliklerini taşımamakta olup, Sermaye Piyasası Kanunu 3/b maddesi anlamında diğer sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilebilir.

Ancak, uluslararası uygulamalar incelendiğinde yapılandırılmış menkul kıymetin bir borçlanma aracı niteliğinde olduğu ve bir menkul kıymet olarak

tanımlandığı göz önüne alınırsa, Sermaye Piyasa Kanunu'nun 3'üncü maddesinde yapılandırılmış menkul kıymetin tanımının yapılarak bu finansal aracın menkul kıymet kavramı kapsamına alınmasının daha uygun olacağı düşünülmektedir.

Bu amaçla, SPKn.'nin 3'üncü maddesine; *"Yapılandırılmış menkul kıymet: Getirisi faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, ticari mal veya ticari mal endeksi gibi finansal varlık fiyatlarına bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva eden ve yatırımcılara tahsisli olarak ihraç edilen orta vadeli borçlanma aracıdır.*

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin ihracı ve düzenlenmesine ilişkin esaslar Kurulumuz düzenlemelerine tabidir." ifadesinin eklenmesi uygun olacaktır.

Ayrıca, uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen yapılandırılmış menkul kıymetlerin genel olarak kaydi olarak izlendiği ve/veya tamamını temsilen tek bir fiziki serifikanın (jumbo sertifika) saklamacı kuruluştaki bulundurulduğu ve böylelikle ihraç maliyetlerinin düşük tutulduğu dikkate alınarak, ülkemizde de yapılandırılmış menkul kıymet ihracını teminen, borçlanma araçlarının da Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda kaydi olarak izlenmesi uygulamasına geçilecek süre içerisinde, SPKn.'nda yeni bir düzenlemeye gidilerek ihracı planlanan yapılandırılmış menkul kıymetlerin tamamını temsilen bir jumbo sertifika basımına imkan tanınması ve takas ve saklama işlemlerinin de Takasbank aracılığı ile yürütülmesi yerinde olacaktır.

3.2.Konuya İlişkin Mevzuat Hükümleri

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'ın "Menkul Kıymetler" başlıklı 15. maddesinin (a) bendi uyarınca; menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda girişi ve çıkışı serbesttir. Aynı maddenin (d) (ii) bendinde ise, "Türkiye'de yerleşik kişilerin; bankalar, özel finans kurumları ve sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan aracı kurumlar vasıtasıyla yurtdışındaki mali piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri satın almaları, satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yurtdışına transfer ettirmeleri serbesttir." hükmü yer almaktadır. Yine aynı maddenin (c) bendinde, dışarıda yerleşik kişilerin, Türkiye'de menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç etmelerinin

ve bunların halka arz ve satışının sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde yapılacağı belirtilmektedir.

Kurulumuzun Seri:III, No:20 Tebliği'nin "Kapsam" başlıklı 3'üncü maddesinde; a) Yeni çıkarılan yabancı sermaye piyasası araçlarının halka arzı, b) Yabancı sermaye piyasası araçlarının, maliklerince halka arzı, c) Depo sertifikalarının halka arzı ve d) Yabancı sermaye piyasası araçlarının ve depo sertifikalarının tahsisli satışı işlemlerine konu teşkil eden yabancı sermaye piyasası araçlarının ve depo sertifikalarının Kurul'a kaydettirilmesinin zorunlu olduğu ifade edilmektedir. "Halka Arz İçin Ön Şart Başlıklı" 4'üncü maddesinde; a) Türkiye'de halka arz edilecek yabancı yatırım fonu katılma belgeleri hariç yabancı sermaye piyasası araçlarının, çıkarıldıkları ülkede varsa, Kurul'ca kabul edilen bir borsaya kote edilmiş olmasının şart olduğu ancak, borsa bulunmuyorsa kotasyon koşulu aranmayabileceği, b) Yabancı sermaye piyasası araçlarının, Türk Lirası veya T.C. Merkez Bankası'nca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar üzerine düzenlenmiş olması gerektiği,..., e) Yabancı tahvil ve diğer borç senetlerini ihraç eden ortaklığın, Kurul'ca uygun görülen kuruluşlarca yapılmış derecelendirmelerde en az "Orta Kalite"yi gösteren dereceyi almış olmasının şart olduğu ve başvuruda yer alan en son derecelendirme raporu tarihinin üzerinden 3 aydan daha fazla bir zaman geçmemiş olması gerektiği,... ve g) Halka arz işlemlerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması gerektiği bununla birlikte, bu sayılanlar dışında kalan diğer sermaye piyasası araçlarının halka arzedilmesi durumunda, sermaye piyasası aracının niteliğine göre aranacak ön şartların Kurulumuzca belirleneceği ifade edilmektedir.

"Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" in "Yabancı Kuruluşların Menkul Kıymetleri" başlıklı 37'nci maddesinde, yabancı kuruluşların menkul kıymetlerinin borsa kotuna alınmasının, Bakanlık iznine bağlı olduğu, bu menkul kıymetlerin borsa kotuna alınabilmesi için, çıkarıldıkları ülkelerde borsa kotuna alınmış olmaları ve bu Yönetmelikte öngörülen bilgi ve belgelerin Bakanlık'a verilmiş olması gerektiği ifade edilmektedir.

İMKB Yönetmeliği'nin "Tahvil ve Bono İşlemleri" başlıklı 20'nci maddesinde, "Borsada tahvil ve bonolar ile menkul kıymet niteliğindeki diğer

borçlanma araçlarının alım satımı ile repo-ters repo işlemlerinin yapılacağı piyasa ve pazarlarda uygulanacak yöntem ve kurallar İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliğinde belirtilir.” ifadesi yer almaktadır.

İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin, “Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymetlerin Kotasyonu” başlıklı 16'ncı maddesinde;

“Borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması için aşağıdaki şartlar aranır.

- a) Başvurunun tertibin tamamı için yapılmış olması,*
- b) İhracın nominal tutarının en az 500 Milyar TL olması,*
- c) İhracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması,*
- d) Ortaklığın;*

1) Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı (halka açıklık oranı en az % 25 ise 2 yıl) geçmiş olması,

2) En son döneme ait mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,

3) Başvuru tarihinden önceki ard arda 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre vergiden önce kâr etmiş olması, (halka açıklık oranı en az % 25 ise, en son yılda kâr etmiş olması),

4) Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermaye toplamının en az 1 trilyon TL olması,

5) Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,

6) Menkul kıymetlerinin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,

7) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,

8) Esas sözleşmenin Borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması.

Bu maddenin birinci fıkrasının (b) ve (d/4) bentlerinde belirtilen tutarlar, Devlet İstatistik Enstitüsünün yıllık üretici fiyatları genel endeksinde meydana

gelen ortalama fiyat artışı oranı dikkate alınarak Yönetim Kurulunca arttırılabilir.()" ifadesi yer almaktadır.*

İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin "Yabancı Kuruluşlara Ait Menkul Kıymetlerin Kotasyonu" başlıklı 19'uncu maddesinde, "Yurtdışında yerleşik ve faaliyet gösteren yabancı kuruluşların menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınmasında bu Yönetmelikte yer alan kotasyon şartlarına ilave olarak ilgili Bakanlığın izni aranır. Ayrıca, başvurusu yapılan menkul kıymetlerin, çıkarıldıkları ülkenin en az bir borsasında kote edilmiş olması veya borsası bulunmayan ülkelerde çıkarılanların, Yönetim Kurulunca belirlenen kriterlere uygun olması gerekir.

Yabancı kuruluşlar, menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınması için bu Yönetmelikte öngörülen bilgi ve belgeler ile Borsaya ve ilgili Bakanlığa başvurur.

Borsa kotuna alınacak yabancı kuruluşlara ait menkul kıymetlerin tedavülü için, sözkonusu menkul kıymetlerin İMKB Saklama Merkezine veya bir bankaya depo edilmesi ya da kendi ülkelerindeki bir saklama şirketine depo ettirilip depo belgelerinin teslim edilmesi ve depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarının tedavül etmesi istenebilir. Bu durumda, depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarına ilişkin SPK'nın düzenlemeleri ile Yönetim Kurulunun belirlediği ilke ve yöntemler esas alınır.

Yönetim Kurulu, menkul kıymetlerin taşıdığı haklar ve tedavül kısıtlamalarına göre ya da çıkarıldıkları ülkelerin yasal düzenlemelerine göre, ilave şartlar isteyebileceği gibi, yerli ve yabancı kredi derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirme çalışması yapılan borçlanma senetlerinin kotasyonunda bazı şartların aranmamasına da karar verebilir." ifadesi yer almaktadır.

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği'nin "İşlem Gören Menkul Kıymetler" başlıklı 5'nci maddesinde, "piyasada devlet tahvili, hazine bonusu, gelir ortaklığı senedi, kamu idare ve müesseselerince ihraç edilmiş tahviller, özel sektör tahvilleri, varlığı dayalı menkul kıymetler ile finansman bonoları ve diğer kabul edilen menkul kıymetler işlem görebilir." ifadesi yer almaktadır.

İMKB Uluslararası Pazar Yönetmeliği'nin "Tanım ve Kısaltmalar başlıklı 4'üncü maddesinde, yabancı sermaye piyasası araçları; İhraç edildikleri ülkelerde

alım-satım konusu olan ve Borsaca niteliği belirlenen menkul kıymetler ile hak ve alacakları temsil eden diğer kağıtlar olarak tanımlanmıştır. Yönetmeliğin “Pazar’da İşlem Görecek Menkul Kıymetler” başlıklı 6’ncı maddesinde, “Pazar’da yabancı sermaye piyasası araçları ile depo sertifikaları ve Türkiye Cumhuriyeti ve mahalli idarelerce yurt dışında satılmak üzere çıkarılan kamu borçlanma senetleri Yönetim Kurulu kararı ile işlem görebilir.” ifadesi yer almaktadır.

Bakanlar Kurulunun 93/3983 sayılı, “Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Senetleri İhraç Limitlerine Dair Karar” ile halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senetlerinin çıkarılmasında; halka açık veya açık olmama durumlarına göre, anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarının en çok yarısının çıkarma limiti olarak kabul edileceği ve halka arz edilmeksizin çıkarılmış olan borçlanma senetleri toplamının halka arz limitinden düşüleceği karara bağlanmıştır.

GENEL DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin yatırımcıların risk / getiri tercihlerine göre yapılandırılabilmesi, anapara garantisi verebilmesi, yüksek kredi notuna sahip kuruluşlar tarafından ihraç edilmesi, portföy çeşitlendirmesine imkan tanınması ve sabit getirili menkul kıymetlerden daha fazla getiri sunabilmesi uluslararası sermaye piyasalarında yapılandırılmış menkul kıymetlere olan yatırımcı talebini giderek artırmaktadır.

Yapılandırılmış menkul kıymetler 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere sermaye akışını sağlayan yeni finansal araçlar dalgasının bir parçasını oluşturmuştur. Genellikle, gelişmekte olan ülkelerde ihraç edilen yapılandırılmış menkul kıymetlerin getirileri, gelişmekte olan ekonomilerdeki bir ya da daha fazla para birimi veya hisse senedi endeksinin değerine bağlanmaktadır. Bu yapılandırılmış menkul kıymetlerin ihraççıları gelişmiş sermaye piyasası ekonomilerinden finansal kuruluşlardır. Yatırımcılar ise genellikle, gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal kuruluşlar ile kendi döviz kuru ya da komşu

ülkelerin döviz kuru riskini taşımaya daha fazla istekli olan yatırımcılardır.¹⁵ Yapılandırılmış menkul kıymetlerin belli bir öngörülebilir getiri sağlaması ve yapılandırılmış menkul kıymetlerin yatırımcılar için kullanımının türev araçlardan daha basit olması nedeniyle¹⁶ gelişmekte olan sermaye piyasalarında yapılandırılmış menkul kıymet ihracı gün geçtikçe artmaktadır.

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin bankacılık sistemindeki mevcut risklerin azaltılmasında oynadığı rol de göz ardı edilmemesi gereken bir noktadır. Amerikan Merkez Bankası Başkanı Alan Greenspan, 5 Mayıs 2005 tarihinde Chicago'daki 41'inci Yıllık Konferansta yaptığı konuşmada yapılandırılmış menkul kıymetlere ilişkin son gelişmelere işaret ederek, kredi bağlantılı yapılandırılmış menkul kıymetlerin bankacılık sistemindeki risklerin dışarıya transfer edilmesindeki faydasının yadsınamayacağını belirtmiştir.¹⁷

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı sağlayan, yatırımcıların risk / getiri profillerini yansıttığı ve yatırımcılar açısından pek çok avantaja sahip finansal araçlar olduğu göz önüne alındığında, ülkemizde de bu menkul kıymetlerin ihraç edilebilmesini teminen, SPKn. ve Sermaye Piyasası Mevzuatında gerekli düzenlemelerin yapılarak gelecekte olası ihraç taleplerine yanıt verebilmek amacıyla yasal bir altyapı oluşturulması ülkemiz sermaye piyasasının gelişimine olumlu bir katkı sağlayacaktır.

Yapılandırılmış menkul kıymetlere ilişkin düzenleme yapılırken özellikle ele alınması gereken konulara ilişkin önerilerimize aşağıda yer verilmiştir:

1. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin SPKn. 3/b maddesi uyarınca diğer sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilebileceği bununla birlikte, uluslararası uygulamalar incelendiğinde yapılandırılmış menkul kıymetin bir borçlanma aracı niteliğinde olduğu ve bir menkul kıymet olarak tanımlandığı göz önüne alınırsa, SPKn.'nun 3'üncü maddesine; *“Yapılandırılmış menkul kıymet: Getirisi faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, ticari mal veya ticari mal endeksi gibi finansal varlık fiyatlarına bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva eden ve yatırımcılara tahsisli olarak ihraç edilen orta vadeli borçlanma aracıdır.*

15 DODD Randall, “Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation” 2002, s.3

16 www.leveragemag.com

17 Structured Products Association Newsletter, Spring 2005

Yapılandırılmış menkul kıymetlerin ihracı ve düzenlenmesine ilişkin esaslar Kurulumuz düzenlemelerine tabidir.” ifadesinin eklenmesi uygun olacaktır.

2. Uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edilen yapılandırılmış menkul kıymetlerin genel olarak kaydi olarak izlendiği ve/veya tamamını temsilen tek bir fiziki serifikanın (jumbo sertifika) saklamacı kuruluştaki bulundurulduğu ve böylelikle ihraç maliyetlerinin düşük tutulduğu dikkate alınarak, ülkemizde de yapılandırılmış menkul kıymet ihracını teminen, borçlanma araçlarının da Merkezi Kayıt Kuruluşu’nda kaydi olarak izlenmesi uygulamasına geçilecek süre içerisinde, SPKn.’nda yeni bir düzenlemeye gidilerek ihracı planlanan yapılandırılmış menkul kıymetlerin tamamını temsilen bir jumbo sertifika basımına imkan tanınması ve ayrıca, İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nin ”yabancı kuruluşlara ait menkul kıymetlerin kotasyonu” başlıklı 19’uncu maddesinde de benzer bir düzenleme yapılmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin takas ve saklama işlemlerinin de Takasbank aracılığı ile yürütülmesi yerinde olacaktır.

3. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin nitelik itibariyle diğer menkul kıymetlerden farklı olduğu dikkate alınarak Sermaye Piyasası Mevzuatında ayrı bir tebliğ ile düzenlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bu tebliğin ana hatlarının;

a) Yapılandırılmış menkul kıymet tanımı,

b) Yapılandırılmış menkul kıymet yatırımcıları ve ihraççıların sahip olması gereken nitelikler,

c) Yapılandırılmış menkul kıymetlerin bu çalışma kapsamında değinilen temel türlerine ilişkin detaylı bilgi verilmesi,

d)“Orta Vadeli Yapılandırılmış Menkul Kıymet İhraç Programı”nın dokümantasyonu,

e) Yapılandırılmış menkul kıymet ihracında düzenlenecek izahnamenin içeriği

şeklinde oluşturulmasının yerinde olacağı düşünülmektedir.

4. Yapılandırılmış menkul kıymetlerin karmaşık yapılı finansal araçlar olduğu dikkate alınarak, ihraca aracılık eden aracı kurumların, yatırımcılara yatırım danışmanlığı hizmeti vermek üzere Kurulumuzdan lisans belgesi almış

ihhtisas personeli çalıştırmasına y6nelik bir d6zenleme yapılmasının uygun olacağı d6ř6n6lmektedir.

5. Kurulumuzun Seri: III, No: 20 Tebliğinin 4'6nc6 maddesinin (e) bendinde yabancı tahvil ve diğer borç senetlerini ihraç eden ortaklığın, Kurul'ca uygun g6r6len kuruluşlarca yapılmış derecelendirmelerde en az "Orta Kalite"yi g6steren dereceyi almış olması şart koşulmuştur. Bununla birlikte, yapılandırılmış menkul kıymetler uluslararası sermaye piyasalarında y6ksek kredi derece notuna sahip kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedir. Bu nedenle, s6z konusu Tebliğ'deki h6kme istisna getirilerek; yapılandırılmış menkul kıymetlerin d6zenleneceği tebliğde, yapılandırılmış menkul kıymet ihraççılarının uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları veya Kurulumuzca belirlenen derecelendirme kuruluşları tarafından verilen "En İyi Kalite"yi g6steren kredi derece notuna sahip olması şartının getirilmesinin uygun olacağı d6ř6n6lmektedir.

6. İMKB Kotasyon Y6netmeliği'nin "Yabancı Kuruluşlara Ait Menkul Kıymetlerin Kotasyonu" başlıklı 19'uncu maddesi uyarınca yurtdışında yerleşik ve faaliyet g6steren yabancı kuruluşların menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınmasında ilgili Bakanlığın izni gerekmektedir. Bununla birlikte, yapılandırılmış menkul kıymet ihracı için ilgili Bakanlık'ın onayı alınmasına kadar geçecek s6renin ihraççı açısından zaman kaybı ve dolayısıyla maliyet artışı anlamına gelebilecek olması nedeniyle tebliğde yeniden bir d6zenlemeye gidilerek, Borsa kotuna alınmada ilgili Bakanlıktan izin alınması şartının kaldırılarak Kurulumuz izninin yapılandırılmış menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınmasında yeterli olduğunun belirtilmesinin uygun olacağı d6ř6n6lmektedir.

Ayrıca, başvurusu yapılan menkul kıymetlerin, çıkarıldıkları 6lkenin en az bir borsasında kote edilmiş olması veya borsası bulunmayan 6lkelerde çıkarılanların, Y6netim Kurulunca belirlenen kriterlere uygun olması gerektiği y6n6ndeki koşulun, yapılandırılmış menkul kıymetlerin ilk ihracının T6rkiye'de gerçekleştirilmesinin talep edilebileceği g6z 6n6ne alınarak, yapılandırılmış menkul kıymetlerin yurtdışında başka bir borsaya kote olmaksızın T6rkiye'deki bir borsaya kote olarak işlem g6rmesinin m6mk6n olabileceği y6n6nde bir d6zenleme yapılmasının uygun olacağı d6ř6n6lmektedir.

7. İMKB Yönetmeliği'nin "Tahvil ve Bono İşlemleri" başlıklı 20'nci maddesinde, Borsada tahvil ve bonolar ile menkul kıymet niteliğindeki diğer borçlanma araçlarının alım satımı ile repo-ters repo işlemlerinin yapılacağı piyasa ve pazarlarda uygulanacak yöntem ve kuralların İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliğinde belirtileceği ifade edilmektedir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği'nin "İşlem Gören Menkul Kıymetler" 5'inci maddesi incelendiğinde yapılandırılmış menkul kıymetlerin bu piyasada işlem görebileceği bununla birlikte, bu hususun ilgili Tebliğ hükmünde açıkça belirtilmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir.

İMKB Uluslararası Pazar Yönetmeliği'nin 4'üncü ve 6'ncı maddeleri incelenmiş ve yapılandırılmış menkul kıymetlerin bu pazarda işlem görmesinin mümkün olmadığı anlaşılmıştır.

Öte yandan, önümüzdeki yıllarda yapılandırılmış menkul kıymet ihracında büyük oranda bir artış olması halinde, bu menkul kıymetler için İMKB bünyesinde ayrı bir pazar oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

8. Tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarının tahvil ihraç limitlerinin belirlendiği 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu Kararında belirtilen, halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senetlerinin çıkarılmasında uygulanacak tahvil ihraç limitinin, yapılandırılmış menkul kıymet ihracının yüksek kredi derece notuna sahip kuruluşlar tarafından gerçekleştirildiği göz önüne alınarak, yapılandırılmış menkul kıymetler için ayrı bir tahvil ihraç limiti belirlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

9. Yapılandırılmış menkul kıymetin dayanak varlığının borsaya kote bir hisse senedinin fiyatı olması durumunda, bu hisse senedinin en az üç yıldır Borsada işlem görmekte olması ve fiyat manipülasyonu ve yüksek işlem hacmi karşısında oluşacak yüksek volatilitiyi engellemek için yapılandırılmış menkul kıymetlerin likiditesi ve piyasa kapitalizasyonunun ölçülebilir olması gerektiği yönündeki bir hükmün yapılandırılmış menkul kıymetlerin düzenlediği tebliğe eklenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Yapılandırılmış menkul kıymetin dayanak varlığının bir endeks olması halinde ise bu endeksin veri dağıtım kanalları ve benzeri yollarla kamuya duyurulan bir endeks olması gerektiği yönünde bir düzenleme yapılmasının da yerinde olacağı düşünülmektedir.

Ayrıca, içeriden öğrenenlerin ticaretini engellemek amacıyla yapılandırılmış menkul kıymet ihraççısı ile dayanak varlığın ihraççısı arasında ilişki olmaması gerektiği yönünde tebliğe bir hüküm eklenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

10. Yapılandırılmış menkul kıymet sahibinin menkul kıymete bağlı oy hakkı olamayacağı ve sahibine ihraççının hissesinde ve yönetiminde kontrol sağlayacak haklar vermeyeceği ancak dayanak varlıkların değerini korumaya yönelik hakların bu durumun bir istisnası olduğu yönünde yapılandırılmış menkul kıymetlerin düzenleneceği tebliğde bir hüküm yer almasının uygun olacağı düşünülmektedir

KAYNAKÇA

Kitaplar:

COOPER & LYBRAND

1987, "A Guide to Financial Instruments", Euromoney Publications

PENG, Scott ve Ravi E. DATTATREYA

1995, "The Structured Note Market"

SARWAL, Arun Kumar

1989, "KPMG International Handbook of Financial Instruments and Transactions"

WOOD, Philip R.

1995, "International Loans, Bonds and Securities Regulation"

Makaleler:

ASSOUN, L., C. CHAUSSADE ve D. KHOUGAZIAN

1995, "Structured Bonds Taking the Exotic Option", www.actuaries.org.

AUBERT, Guillaume

2003, "The Challenge of Structured Trades", www.misysbanking.com

COLE Brad ve Rian AKEY

2004, "Deconstructing Structured Products"

FINNERY, John D. ve Douglas R. EMERY

2002, "Corporate Securities Innovation: An Update", The Journal of Applied Finance.

MERCHANT, Shanker

2003, "The CDO Framework for Hedge-Fund-Linked Principal Protected Securities" The Journal of Alternative Investments

REICHENSTEIN Wiliam, Benito

2004, "Insured Investment Products: The reality behind the hype".

SHARMA, Pankaj Kumar ve Vaidyanathan VENKATESVARAN

2005, "The Changing Face of Structured Investment Products"

TELPNER, Joel S.

2004, "A Survey of Structured Notes", The Journal of Structured and Project Finance

TROYANOVSKY, Serge

2005, "Structured Products – Which Clients Like for the Protection and Variety They Offer – Can Play A Major Role In Filling Out Portfolios", www.onwallstreet .com

Araştırma Raporları ve Tezler:

BANK OF ENGLAND

2004, "Structured note markets: products, participants and links to wholesale derivatives markets", Financial Stability Review

CORTEZ, Ana ve Rosana Stacewicz

2001, “Structured Products linked to the Performance of Hedge Funds”,
Master of Banking and Finance HEC Universite de Lausanne Master
Thesis

DOLL, Randall

2002, “Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the
Virtues of Prudential Regulation”, United Nations University.

DRESDNER BANK

2003, “Structured Products with Capital Protection”, Investment Topic
2003, www.dresdner-bank.ch

EDWARDS, Franklin R.

2003, “The regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor
Protection”, www0.gsb.columbia.edu

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE

1994, “Investments In Derivatives by Registered Investment Companies”

PHILLIPS HAGER&NORTH INVESTMENT MANAGEMENT LTD.

2004, “Structured Investment Products: A Closer Look At Index Linked
GICs and Mutual Fund Linked Deposit Notes”

UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE

1996, “Financial Derivatives, 1996 Actions Taken or Proposed Since May
1994

WELPE, Ralph ve Kilchenmann

1999, “Investment Funds Strategies: Funds &Options, The case of the
Wegelin Fondsleitung AG and W1”, www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf

Internet Kaynakları

www.hedgefundnews.com/news_n_info/article

https://retailstandardlifeinvestments.com/content/press/press_articles/structured_products.html

www.leveragemag.com.au

www.trading.e-share.com.au

www.bsp.gov.ph/regulations/circulars

www.structuredproducts.org “Structured Product Association Newsletter”

www.webcpa.com “Accounting Today, 2005”

www.emergingmarketsonline.com “Structured Notes Flood Asia”, Asia
Fund News, 2005”

www.bcv.ch “Special Risks in Securities Trading”

www.oddo-cie.com/structured_products.asp

www.gov.ns.ca

www.ifc.org

<http://treasury.worldbank.org>

Kanunlar:

SERMAYE PİYASASI KANUNU

TÜRK TİCARET KANUNU

Tebliğler ve Yönetmelikler:

Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğ ve Yönetmelikleri

EK DİZİNİ