

İLLER BANKASI ANONİM ŞİRKETİ

**6102 SAYILI TÜRK TİCARET KANUNU'NA GÖRE ANONİM
ŞİRKETLERDE TAHVİL İHRACI VE TAHVİLLERİN ÖZELLİKLERİ,
TÜRLERİ, ŞEKİL ŞARTLARI, MUHASEBELEŞTİRİLMESİ**

Selman ÖZTÜRK

UZMANLIK TEZİ

HAZİRAN 2018



İL BANK
TÜRKİYE'NİN YAPICI GÜCÜ

Selman ÖZTÜRK tarafından hazırlanan “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Tahvil İhracı ve Tahvillerin Özellikleri, Türleri, Şekil Şartları, Muhasebeleştirilmesi” adlı tez çalışması aşağıdaki Yeterlik Sınav Kurulu tarafından OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU ile UZMANLIK TEZİ olarak kabul edilmiştir.

	Unvan	Adı ve Soyadı	İmzası
Başkan	Genel Müdür Yardımcısı	SALİH YILMAZ	
Üye	Daire Başkanı	HÜSEYİN TÖREN	
Üye	Daire Başkanı	HAKKI ÇIRAK	
Üye	Daire Başkanı	ORHAN IŞIK	
Üye	Daire Başkanı	DOÇ.DR.BİROL KAYRANLI	

Tez Savunma Tarihi: 20/06/2018

İLLER BANKASI ANONİM ŞİRKETİ

**6102 SAYILI TÜRK TİCARET KANUNU'NA GÖRE ANONİM
ŞİRKETLERDE TAHVİL İHRACI VE TAHVİLLERİN ÖZELLİKLERİ,
TÜRLERİ, ŞEKİL ŞARTLARI, MUHASEBELEŞTİRİLMESİ**

Selman ÖZTÜRK

UZMANLIK TEZİ

Tez Danışmanı (Kurum)

Serdar ŞANLI

Tez Danışmanı (Ankara Üniversitesi)

Yrd. Doç. Dr. Mustafa DOĞAN

ETİK BEYAN

İLLER BANKASI ANONİM ŞİRKETİ Uzmanlık Tezi Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Selman ÖZTÜRK
01.06.2018

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Tahvil İhracı ve Tahvillerin Özellikleri, Türleri, Şekil Şartları, Muhasebeleştirilmesi

(Uzmanlık Tezi)

Selman ÖZTÜRK

İLLER BANKASI ANONİM ŞİRKETİ

Haziran 2018

ÖZET

Bu çalışmada, sermaye piyasasında anonim şirketlerin fon temin edebilmek için ihraç ettikleri borçlanma araçlarından biri olan tahvilin özellikleri, türleri, muhasebeleştirilmesi, vergilendirilmesi ve ihraç edilmesine yönelik konular; 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile ilgili tebliğ ve akademik yazın ışığında incelenmiştir. Çalışmanın sonuç bölümünde, tahvile ilişkin hususlar bütünsel bir bakış açısıyla ele alınarak İller Bankası Anonim Şirketinin olası bir tahvil ihracına ilişkin değerlendirme yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler : Sermaye Piyasası, Tahviller, Borçlanma Araçları

Sayfa Adedi : 92

Tez Danışmanı (Kurum) : Serdar ŞANLI (Uzman)

Tez Danışmanı (Ankara Üniversitesi) : Yrd. Doç. Dr. Mustafa DOĞAN

According to the Turkish Commercial Code No. 6102, Properties, Types,
Conditions of Shapes, Accounting of Bond Issuers and Debtors in Joint Stock Companies

(Expertise Thesis)

Selman ÖZTÜRK

İLLER BANKASI ANONİM ŞİRKETİ

June 2018

ABSTRACT

In this study, which is one of the characteristics of bonds they issue debt instruments in our country in order to obtain funds of joint stock companies in the capital market, types, accounting, taxation and related issues to be exported are discussed. These issues are examined in the light of the communiqué and academic writing regarding the Turkish Commercial Code No. 6102 and the Capital Markets Law No. 6362. In the conclusion of the study, the issues related to the bond were handled with a holistic view and an evaluation of a possible bond export of İller Bankası A.Ş. was made.

Key Words : Capital Markets, Bonds, Borrowing Instruments

Page Number : 92

Supervisor (Corporate) : Serdar ŞANLI

Supervisor (Ankara University) : Assoc. Prof. Mustafa DOĞAN

TEŞEKKÜR

Bütün sözlerden evvel bize nimet veren, bizi koruyup esirgeyen Rabbime hamd ederim. Aziz vatanımızı hain ve kalles bir darbe ile bölmeye çalışanlara karşı göğüslerini hiç çekinmeden siper eden 15 Temmuz Şehit ve Gazilerini, Şehitlerimizin geride bıraktığı aile efradını ve bizi düşmanın boyunduruğu altında yaşatmamak için hayatlarını feda eden tüm büyüklerimizi rahmet ve minnet ile anıyorum.

Tez yazım sürecinde bana destek olan çalışma arkadaşlarımdan Ali ATA, Uğur DAĞ, Asım ZAFİFOĞLU, Satılmış ÇİMKEOĞLU ve Hakkı TURAN beyefendilere şükranlarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	İ
ABSTRACT.....	İİ
TEŞEKKÜR.....	İİİ
İÇİNDEKİLER	İV
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	VII
ŞEKİLLERİN LİSTESİ.....	VIII
RESİMLERİN LİSTESİ	IX
KISALTMALAR.....	X
GİRİŞ.....	1
1. GÜNÜMÜZ EKONOMİSİNDE PİYASALAR	3
1.1. Finansal Piyasalar Özelinde Sermaye Piyasalarının Ekonomiye Sunduğu Katkılar	5
1.2. Sermaye Piyasalarında Yer Alan Aktörler.....	6
1.3. Borçlanma Araçları.....	6
1.4. Tahvil, Bono ve Hisse Senetleri.....	8
1.4.1. Tahvil nedir ?	8
1.4.2. Bono nedir ?	9
1.4.3. Hisse senedi nedir ?.....	9
1.4.4. Tahvil, bono ve hisse senetlerinin hukuki ve ekonomik yönden karşılaştırılması	10
1.5. Anonim Şirketlerde Tahvil İhraç Etmeye Yetkili Organlar.....	12
1.6. Tahvillerin Özellikleri.....	12
1.7. Türkiye’de Özel Sektör Tahvillerin Tarihsel Süreçte Gelişimi	13
1.8. İşletmelerin Tercih Ettikleri Finansman Kaynakları ve Tahvil	15
1.9. Tahvil Türleri.....	18
1.9.1. Nama yazılı tahviller	19
1.9.2. Hamiline yazılı tahviller	19
1.9.3. Başa baş, iskontolu ve primli tahviller	19
1.9.4. İkramiyeli tahviller	20
1.9.5. Garantisiz tahviller	20
1.9.6. Garantili tahviller	21
1.9.7. Sabit ve değişken faizli tahviller	21

1.9.8. Endeksli tahviller.....	22
1.9.9. Erken itfa edilebilir tahviller	25
1.9.10. Değiştirilebilir tahviller	25
1.9.11. Kâr paylı tahviller.....	26
1.9.12. Paya dönüştürülebilir tahviller	27
1.9.13. Geri çağrılabilir ve iade edilebilir tahviller	28
1.10. Tahvillerin Değer Tanımları	28
1.11. Tahvil Talebi ve Arzı	29
1.12. Tahvil ile Faiz Arasındaki İlişki ve Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler	33
1.13. Tahvillerde Mevcut Bulunan Riskler	35
1.14. Tahvillerde Vergilendirme	37
1.15. Tahvil Satışlarının Muhasebeleştirilmesi	39
2. TAHVİL İHRACI İÇİN DÜZENLENECEK İZAHNAME VE İHRAÇ BELGESİ.....	49
2.1. İzahnamenin Düzenlendiği SPKn. ve Tebliğleri	49
2.2. İzahname.....	49
2.3. İzahname Hazırlama Yükümlülüğü ve İzahnamenin Onaylanması için Gerekli Belgeler.....	51
2.3.1. İzahnamenin SPK tarafından onaylanması için gerekli belgeler.....	52
2.4. İzahname Hazırlama Yükümlülüğünden Muafiyetler ile İzahname Hazırlanmasını Gerektirmeyen Durumlar ve Tahvilin Halka Arz Edilmeksizin İhracı.....	53
2.5. SPK Tarafından Belirlenen İzahname Hazırlama Esasları	54
2.6. Sermaye Piyasası Kurulun Yetkileri.....	55
2.7. Anonim Ortaklıkların İhraç Edecekleri Tahvillere İlişkin İhraç Limitleri	55
2.8. İzahnamenin Onaylanması.....	56
2.9. İzahnameden Sorumlu Kişiler.....	56
2.10. İzahnamenin Yayımlanması, İlan ve Reklamlar	56
2.11. İzahnamenin Geçerlilik Süresi ve İzahnamedeki Değişiklikler ve Yeni Hususların İzahnameye Eklenmesi.....	58
2.12. İhraç Belgesi	59
2.12.1. İhraç belgesinin SPK tarafından onaylanması için gerekli belgeler.....	62

3.İZAHNAMEYİ OLUŞTURAN İHRAÇÇI BİLGİ DOKÜMANI, SERMAYE PİYASASI ARACI NOTU VE İZAHNAME ÖZETİNİN HAZIRLANMASI	63
3.1. İhraççı Bilgi Dokümanı.....	63
3.1.1. İhraççı bilgi dokümanı içindekiler bölümü	65
3.2. Sermaye Piyasası Aracı Notu.....	70
3.3. İzahname Özeti	76
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	81
KAYNAKLAR	87
ÖZGEÇMİŞ	92

ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 1.1. SPK Kaydına Alınmış Bulunan Tahvil Stok Miktarı (TL).....	14
Çizelge 1.2. TCMB 2011-2016 Yılları Arasında Beklenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları .	23
Çizelge 1.3. Faiz Oranlarını Etkileyen Unsurlar.....	35
Çizelge 1.4. Tam Mükellef Kişiler için Tahvil Faiz Kazancı Vergisi	38
Çizelge 1.5. Dar Mükellefler için Faiz Kazancına İlişkin Vergilendirme	39
Çizelge 1.6. Tam Mükellef Tahvil Alım Satım Kazancına İlişkin Vergilendirme.....	39
Çizelge 1.7. Dar Mükelleflerin Tahvil Alım Satım Kazancına İlişkin Vergilendirme.....	39

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 1.1. Piyasa Türleri ve Araçları.....	4
Şekil 1.2. Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Aktörler.....	6
Şekil 1.3. İşletmelerin Finansman Kaynakları.....	16
Şekil 1.4. Değişken Faizli Tahvilin Kupon Ödemesine İlişkin Sayısal Örnek	22
Şekil 1.5. Enflasyona Göre Yeniden Değerlenmiş Anapara ve Faiz	24
Şekil 1.6. Tahvilde Değer ve Fiyat Türleri	29
Şekil 1.7. Tahvil Talebine Etki Eden Faktörler	32
Şekil 1.8. Tahvil Arzına Etki Eden Faktörler	32
Şekil 2.1. İzahname ve İzahnameyi Oluşturan Belgeler	51

RESİMLERİN LİSTESİ

Resim	Sayfa
Resim 2.1. İhraç Belgesi Örneği	60
Resim 3.1. İhraççı Bilgi Dokümanı Giriş Metni	64
Resim 3.2. İller Bankası A.Ş.'nin Kredilere Uygulamış Olduğu Faiz ve Tahsis Oranları ...	84

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar

Açıklamalar

BANKA

İller Bankası Anonim Şirketi

BAT

Borçlanma Aracı Tebliği

İBDK

İhraççı Bilgi Dokümanı Hazırlama Kılavuzu

İİBT

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği

KAP

Kamuyu Aydınlatma Platformu

KURUL

Sermaye Piyasası Kurulu

ÖHK

Özet Hazırlama Kılavuzu

SPANK

Sermaye Piyasası Aracı Notu Hazırlama Kılavuzu

SPK

Sermaye Piyasası Kurumu

SPKN.

Sermaye Piyasası Kanunu

TTK

Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

İşletmeler, varlıklarını devam ettirebilmek ve yatırımlarını finanse edebilmek için finansal kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu finansman ihtiyaçlarını, kendi öz sermayelerinden karşılayabildikleri gibi dış borçlanma suretiyle de gerçekleştirebilirler. Şirketler, fon ihtiyaçlarını sürekli olarak öz sermayeleri ile karşılayamazlar. Bu nedenle, para ve sermaye piyasalarından yararlanmaları gerekmektedir. Para piyasaları, genellikle şirketin kısa dönemde ihtiyaç duyduğu kaynak temini sağlandığı piyasalardır. Para piyasası araçları; repo, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymet gibi kısa vadeli özellik arz eden finansal enstrümanlardır. İşletmeler, genellikle dönen varlıklarını finanse etmek için para piyasası araçlarını kullanırlar.

Diğer taraftan işletmeler, uzun süreli yatırımlarını para piyasası araçları ile finanse edemezler. Bundandır ki, büyük ölçekli ve uzun vadeli yatırımlar için sermaye piyasasından yararlanmak durumundadırlar. Sermaye piyasaları, işletmelerin ihtiyaç duydukları fonları sağlayan uzun vadeli bir karakter arz eden piyasa türüdür. Bu piyasanın araçları; hisse senedi, tahvil vb. gibi finansal menkul kıymetlerdir. Hisse senetleri, nitelik itibariyle bir mülkiyet senedir. Buna mukabil tahvil, yatırımcısına alacaklılık hakkı tanıyan bir menkul kıymettir.

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren anonim ortaklıkların ödünç fon kaynağı bulmak için çıkardıkları tahvillerin özellikleri, türleri, vergilendirilmesi, muhasebeleştirilmesi ve ihraç edilmesine yönelik konular ele alınacaktır. Anonim ortaklıkların sermaye piyasalarından sağlayacakları fonlara aracılık eden bu menkul kıymet ile ilgili incelemeler başta 6102 sayılı TTK, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, bu kanuna dayandırılarak çıkarılan tebliğ ve kılavuzlar ile akademik yayınlardan yararlanılarak incelenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde; genel hatları ile tahvil, tahvilin özellikleri, türleri, ihraççı şirket tarafından muhasebeleştirilmesi, tahvile yatırım yapan tasarruf sahibi tarafından tahvil alım satım ve ikincil piyasada satılmasına yönelik vergilendirme rejimi, tahvilin arz ve talebi ile faiz oranları arasındaki ilişkiler ele alınmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde; Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayandırılarak çıkarılan Borçlanma Araçları Tebliği ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğlerinden yararlanılarak tahvilin ihraç edilmesi sürecinde uyulması gereken kurallar ile tahvilin ihraç edilmesinde kullanılacak izahname ve ihraç belgelerine yönelik açıklamalar yer almaktadır.

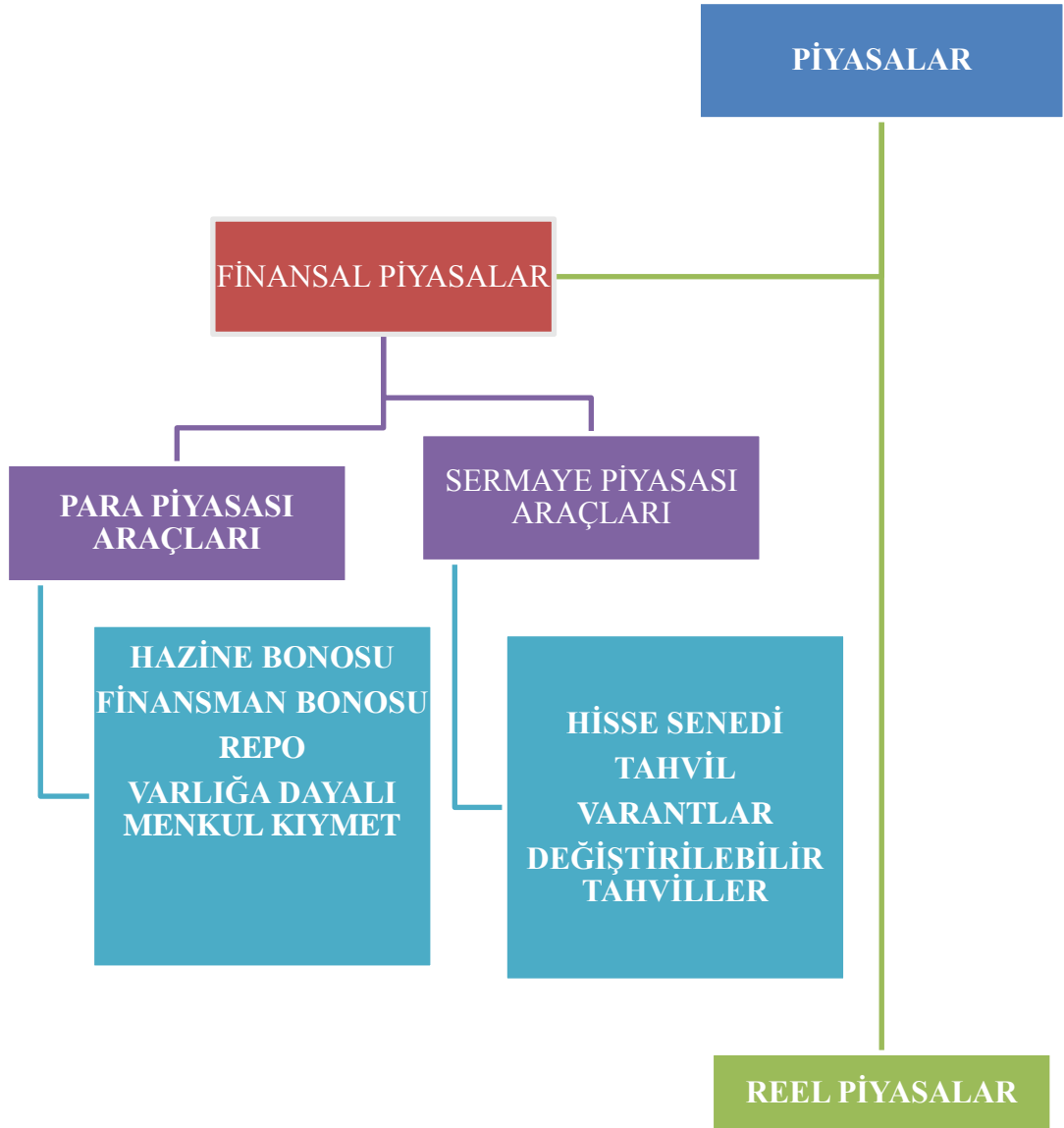
Çalışmanın üçüncü bölümünde ise; ihraç edilecek olan tahvilin SPK tarafından onaylanabilmesi için hazırlanması zorunlu olan izahname ve bu izahnameyi oluşturan ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özetin nasıl hazırlanması gerektiğine yönelik açıklamalara yer verilmektedir. İzahnamenin anonim şirketler tarafından nasıl hazırlanması gerektiğine ilişkin standart format, SPK tarafından Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak İzahname Kılavuzunda belirtilmektedir. Tahvil ihraççısı şirketler, bu standart formatı kullanarak izahname hazırlamak zorundadırlar.

Çalışmanın sonuç bölümünde, tahvile bütünsel bir bakış açısıyla yaklaşarak İller Bankası A.Ş.'nin olası tahvil ihracına ilişkin bir değerlendirme yapılacaktır.

1. GÜNÜMÜZ EKONOMİSİNDE PİYASALAR

Piyasa, alıcı ve satıcıların birbirleriyle buluşmalarını sağlayan düzlem olarak tanımlanmaktadır (Bilgili, 2016:463). Burada alıcı ve satıcıdan kasıt, onların arz ve taleplerinden ileri gelmektedir. Bir başka anlatımla piyasa, arz ve talebin karşı karşıya geldiği ortam olarak ifade edilebilmektedir. Günümüzde, piyasada işlem yapmak isteyen alıcı (talep) ve satıcılar (arz); iletişim araçlarının teknoloji sayesinde gelişmesine paralel olarak fiziksel ortamların yanı sıra internet, televizyon, radyo vb. iletişim kanallarının sağladığı ortamlarda da buluşabilme imkânına erişmiş görünmektedir. Bu iletişim kanalları aracılığıyla alıcı ve satıcıların talep ve arz istekleri, bu gibi ortamlar üzerinden etkileşim kurmaktadır (Dinler, 2017:233). “Yatırımcıların fiziki olarak veya elektronik ortamda bir araya gelip belli kurallar çerçevesinde alım satım yaptıkları diğer bir ifadeyle arz ve talebin karşılaşarak işleme dönüştüğü mekânlar olan Borsalar, piyasa kavramına en uygun örneklerdir” (Sermaye Piyasası Lisanslama ve Sicil Eğitim Kuruluşu [SPL], 2017:1).

Piyasalar reel ve finansal piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır (SPL, 2017:1). Reel piyasalar, mal ve hizmetlere yönelik arz ve talebinin bulunduğu piyasalar iken finansal ya da mali piyasalar, elinde fon fazlası bulunan tasarruf sahibi ile elinde fon açığı bulunan yatırımcının karşılıklı olarak bir araya geldiği piyasa türüdür. Finansal piyasalar, kendi içinde genel olarak para ve sermaye piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır. Para piyasası, bir yılı aşmayan kısa vadeli dönemde elinde fon fazlası bulunan tasarruf sahibi ile fon açığı bulunanların bulunduğu piyasa türüdür. Tasarruf sahibi, elindeki fon fazlasını kullandırma durumunda ödünç vermenin bir ödülü olan faiz geliri elde etmek isterken fon açığı bulunan bu parayı kullanma durumunda faiz gibi bir bedel ödeyerek fon açığını kapatma yoluna gitmektedir. Fon talep edenler, para piyasasından sağladıkları kaynakları daha çok kısa vadeli karakter gösteren dönen varlıklarını finanse etmek için kullanma eğilimindedirler. Günümüz para piyasası araçları; kısa vadeli nitelik gösteren repo, bono, ters repo gibi finansal araçlardır (Budak, 2004:1). Buradan anlaşılacağı üzere finansal piyasalar, sermaye piyasaları ve para piyasalarını kapsayan bir üst piyasa kavramıdır.



Şekil 1.1. Piyasa Türleri ve Araçları

Sermaye piyasaları, para piyasasının aksine uzun vadeli bir süreçte fon arz ve talebinin etkileşimde bulunduğu piyasalardır. Sermaye piyasasında mevcut olan fon kaynakları, para piyasalarında olduğu gibi elinde fon fazlası bulunan tasarruf sahiplerinden sağlanmaktadır. Anonim şirketler, sermaye piyasalarından sağladıkları bu ödünç fon kaynaklarını bina, makine alımları gibi duran varlıkların finansmanında kullanırlar. Sermaye piyasası; hisse senedi, özel sektör tahvilleri, devlet tahvili, bono, kira sertifikası, varlığa dayalı menkul kıymetler gibi finansal araçlara sahiptir (SPL, 2017:2). Bu

araçlardan hisse (pay) senedi, ortaklık hakkı ve diğerleri alacaklılık hakkı tanıyan finansal araçlardan olup alacaklılık hakkı tanıyan bu araçlara borçlanma araçları denilmektedir.

1.1. Finansal Piyasalar Özelinde Sermaye Piyasalarının Ekonomiye Sunduğu Katkılar

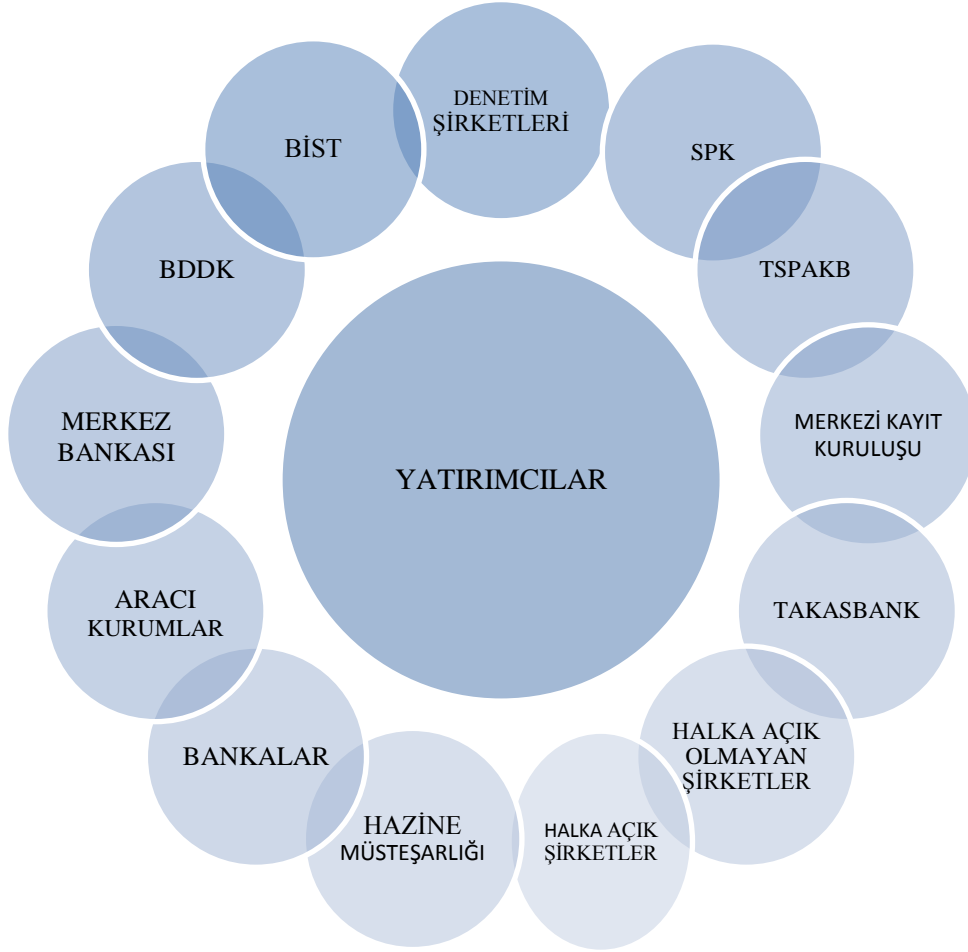
Yukarıda ifade edildiği gibi finansal piyasalar, para ve sermaye piyasalarını da içine alan geniş bir piyasa kavramıdır. Finansal piyasaların ekonomik sisteme sunmuş olduğu katkılar, maddeler halinde belirtilmektedir (Mazgit, 2011:7).

- ❖ Gelir ve refah artışına katkı
- ❖ Gömüleme eğilimini azaltıcı etki
- ❖ Vade, miktar ve risk ayarlamaları
- ❖ Büyük ölçekli firmaların kurulmasına katkı
- ❖ Fonlama maliyetlerini azaltıcı etki
- ❖ Potansiyel faiz oranlarını düşürücü etki
- ❖ Yatırımların kalitesini ve miktarını artırıcı etki
- ❖ Rekabet artışı
- ❖ Para emisyonunu azaltıcı etki
- ❖ Mülkiyetin tabana yayılmasının sağlanması
- ❖ Servet dağılımının sağlanması

Ekonomik hayatta sermaye piyasaları; kaynak oluşturma, likidite temin etme, sermayenin geniş bir tabana yayılmasına öncülük etme gibi ekonomiye çeşitli katkılar sunmaktadır. İhraç edilen menkul kıymetler aracılığıyla devletin ve özel sektörün ihtiyaç duyduğu fon kaynaklarına ulaşılmasını sağlayan sermaye piyasası, tasarruf sahiplerinin ellerindeki fon kaynaklarının etkin olarak ekonomiye kanalize edilmesini sağlamaktadır. Yine sermaye piyasası, sermayenin geniş halk tabanına yayılmasına aracılık ederek küçük miktardaki tasarrufların bile büyük yatırımların finanse edilmesine katkı sunmasına olanak tanımaktadır. Sermaye piyasası, ihraç edilen menkul kıymetlerin istenildiği takdirde ikinci el piyasada el değiştirmesine imkân sunarak menkul kıymetlerin daha likit olmasına yardımcı olmaktadır (Budak, 2004:4).

1.2. Sermaye Piyasalarında Yer Alan Aktörler

Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde faaliyetlerine devam etmesi için birçok kurum ve aktörün birlikte faaliyet göstermesi gerekmektedir. Aşağıdaki şekilde, sermaye piyasalarında yer alan aktörler gösterilmektedir (Budak, 2004:4).



Şekil 1.2 Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Aktörler

1.3. Borçlanma Araçları

Borçlanma araçlarının tanımına geçmeden önce Sermaye piyasalarında işlem gören borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelerin, SPK tarafından yayınlanan borçlanma araçları tebliğinde yapıldığını belirtmek gerekmektedir. SPK tarafından yayınlanan en son tebliğ, 07.06.2013 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanan “Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8” dir. Bu tebliğ, ilerleyen bölümlerde kısaca BAT VII-128.8 olarak ifade edilecektir.

Diğer taraftan borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemeler, 6102 sayılı TTK'nun 504 ile 506. maddeleri arasında düzenlenmiştir. “Bu bölümde borçlanma araçları türlerine işaret etmek amacıyla her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dâhil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetler sayılmıştır” (Özkorkut, 2017:187).

“Borçlanma araçları, İhraççıların bu tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını ifade eder” (Borçlanma Araçları Tebliği, [BAT VII-128.8]).

“Borçlanma araçları, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama ve hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki tahviller, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, değiştirilebilir tahviller, finansman bonoları, altın gümüş ve platin bonoları ve Tebliğde sayılmamakla birlikte niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçları, borçlanma araçları olarak kabul edilmektedir” (Coşkun, 2010:274).

Borçlanma araçları, yurt içinde halka arz edilerek ihraç edilebileceği gibi halka arz edilmeden veya yurt dışından satılmak suretiyle de çıkarılabilmektedir. Halka arz edilmeksizin yapılacak olan borçlanma araçları, satışı yurt içinde iki farklı şekilde yapılmaktadır. Bu satışlardan ilki, yurt içinde nitelikli yatırımcıya satış ve birim nominal değeri minimum 100 000 TL olmak şartıyla tahsisli satış olarak yapılabilmektedir. Halka arz edilerek satılmak istenen borçlanma araçlarının, Borsa İstanbul nezdinde işlem görebilmesi için bu araçların Sermaye Piyasası Kurulunun kaydına alınması ve bu itibarla Borsaya başvurulması gerekmektedir (BAT VII-128.8).

Sermaye piyasaları, esas itibariyle reel sektörün ihtiyaç duyduğu finansman kaynağını iki şekilde karşılamaktadır. İlki, şirketin hisse senedi ihraç etmek suretiyle yatırımcılara ortaklık önerisinde bulunarak ihtiyacı bulunan nakdi fonu toplaması şeklinde olmaktadır. İkinci seçenek ise borçlanma aracı çıkarmak suretiyle fon toplama biçimindedir. Bu şekilde, tasarruf sahibi yatırımcı ile kurulan ilişki faiz ilişkisinden ibarettir. Şirketlerin faaliyet konuları, iş yapış biçimleri ve ödeme konularındaki ölçütler dikkate alınarak en uygun finansman kaynağını temin yoluna gidebilirler (Çikot, 2012:7).

İşletmeler, varlıklarını devam ettirmek ve yatırımlarını finanse edebilmek için yabancı kaynaklardan borç alabilirler. Bu borçlar vade yapılarına göre kısa, orta ve uzun vadelerde olabilmektedir. İşletmeler finansal ihtiyaçlarına göre bu vadelerden birini seçmektedir. İşte tam bu noktada devreye para ve sermaye piyasası araçları girmektedir. İşletmenin kısa dönemli borçlanması, para piyasasından ticari banka kredileri ya da bono ihracı yoluyla olurken orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacını sermaye piyasasından temin etmek durumundadır. Tahviller, sermaye piyasası araçlarından biri olduğundan sermaye piyasasında işlem görmektedir (Babuşçu, Hazar, Yenice ve Ceylan, 2012).

1.4. Tahvil, Bono ve Hisse Senetleri

1.4.1. Tahvil nedir?

Tahvil, Türkçeye Arapçadan geçen bir kelime olup temel anlamı değiştirme, dönüştürme manalarına gelmektedir. Ancak tahvil, günümüzde bir ekonomi terimi olarak kullanılmaktadır. Sermaye piyasasında sabit getirili menkul kıymetlerden biri olan tahvil; özel sektör ve kamu kesiminin borçlanma araçlarından biridir. Tahvil, eski TTK'da anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine denir şeklinde tarif edilmiştir (6762 sayılı TTK, m:420). Sermaye Piyasası Kurulunun yayınladığı *Borçlanma Araçları Tebliği*'nde (II-31.1); ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha fazla uzun olan borçlanma aracını ifade eder şeklinde bir tanım yapılmaktadır.

Tahvil, yukarıda ifade edildiği gibi bir borç senedi özelliği ihtiva etmektedir. Anonim ortaklıkların, borç para bulmak amacıyla çıkardıkları bir borçlanma aracı özelliği taşıması ile diğer ödünç sözleşmelerinden farkı bulunmaktadır. Esasen bu farklılık, ticaret hukukumuzda tahvilin kıymetli bir evrak olarak tanımlanmasından ileri gelmektedir. Tahvil sahibi ile tahvile yatırım yapan tasarruf sahibi arasında kurulan borç alacaklılık ilişkisi, tahvilin satışı ile başlamakta ve tahvilin kupon faizi ve anapara ödemesi ile sona ermektedir. Tahvillerde alacaklılık hakkı sadece faiz ve anaparadan ibarettir (Bahtiyar, 2015:227).

“Tahvil, sahibine ihraççı ve varsa garantör kuruluş tarafından gelecekte belirli bir tarihlerde faiz ve anapara ödemelerinde bulunacağı taahhüt edilen, orta ve uzun vadeli bir menkul değer türüdür. Yatırımcı, ihraççı kuruluşa bir borç sözleşmesi ile bağlıdır. Tahvili çıkaran kuruluşla arasındaki alacaklı-borçlu ilişkisi anaparanın geri ödenmesi ile sona erer” (Tecer, 1989:1).

“Tahvil onu çıkarma yetkisine sahip kamu kesimi ihraççıları ile anonim ortaklıklar tarafından borçlanma gereksinimlerinin karşılamak amacıyla çıkarılan ve ihracı diğer borçlanma usullerinden ayrı hükümlere bağlanmış bulunan, menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraklardır” (Tanör, 2000:118).

“Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir” (Afşar, 2010:92).

1.4.2. Bono nedir?

“Bono; İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma aracını, tahvil ise İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracını ifade eder” (Borçlanma Aracı Tebliği II-31.1).

Bono; kendi içinde hazine bonosu, finansman bonosu, banka bonosu ve kıymetli maden bonoları olarak ayrılmaktadır. Hazine bonoları, devletin iç borçlanma ile bütçe açıklarını kapatmasını sağlamaktadır. Yine burada, hazine bonolarının da vadesinin bir yıldan daha az olduğunu belirtmek gerekir. Hazine bonoları, özel sektörün ihraç etmiş oldukları bonolara nispeten anapara ve faiz ödemesi noktasında daha az riskli olduğu için tercih edilmektedir. Bu nedenle, şirketlerin kısa vadeli fon açıklarını finanse etmek için ihraç ettikleri finansman bonolarına göre daha çok tercih edilmektedir (Ünsal, 2014:17).

Finansman bonosu; ihraççı şirket tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek ortaya çıkan fiyattan satışa çıkarılan menkul kıymettir (BAT VII-128.8, m:31).

1.4.3. Hisse senedi nedir?

Hisse senetleri diğer adıyla pay senetleri, anonim şirketlerin sermayesini temsil eden ve malikine şirkete ortak olma hakkı tanıyan bir menkul kıymettir. Payları borsada işlem gören anonim şirketlerin hisse senetleri, fiziki olarak düzenlenmez iken payları borsada işlem görmeyen anonim şirketler fiziki olarak pay senedi çıkarırlar. Bu fiziki pay

senetlerine ilişkin şekil şartları Sermaye Piyasası Kurulunca düzenlenmektedir (SPL, 2017).

Hisse senetleri, sermaye piyasası araçlarından biri olup bir mülkiyet senedir. Sahibine şirketin yönetimine katılma, kâr payı alma, oy hakkı, bilgi alma hakkı ve şirkete ortak olma gibi haklar tanıyan bir menkul kıymettir. Hisse senedi sahibi yatırımcı, şirketin tüm kâr ve zararına iştirak etmektedir. Hisse senedi malikleri, iki tür kazanç elde etmektedir. İlki, şirketin kâr elde etmesi durumunda dağıtılan kâr payıdır. İkinci kazanç ise zamanla malik olunan hisse senedinin piyasa değerinin artması dolayısıyla elde edilen sermaye kazancıdır (Budak, 2004:8). Sermaye piyasasında işlem gören hisse senetleri; primli-primersiz, adi, imtiyazlı, bedelli-bedelsiz, nama ve hamiline hisse senetleri olarak kendi içerisinde türleri bulunmaktadır.

1.4.4. Tahvil, bono ve hisse senetlerinin hukuki ve ekonomik yönden karşılaştırılması

Bono ve tahvil tanımları incelendiğinde ana hatları itibarıyla tahvil ve bono birbirinden sadece vadeleri yönünden ayrılmaktadır. Bono, kısa vadeli bir borçlanma aracı iken tahvil, orta ve uzun vadeli bir süreyi kapsamaktadır. İhraççı şirket, kısa vadeli bir borçlanma isteğinde olursa bono, daha uzun vadeli bir dönemde borçlanmak isterse tahvil ihraç etmektedirler. Tahvil ve bonoların pay senetlerinden farkı, mülkiyet hakkı değil alacak hakkı tanıyan bir araç olma özelliğindedir. Tahvil ve bono sahibi, şirketin aktif ve pasifleri üzerinde tahvile ilişkin alacağından başka herhangi bir hakka sahip değildir. Örneğin; hisse senedinin sağladığı yönetime katılma hakkı, tahvil ve bono sahiplerine tanınmış değildir (Budak, 2004:9).

Hisse senedi ve tahvil, sermaye piyasası araçlarından olmakla birlikte arasında hukuki yani mevzuat yönünden belli başlı farklılıklar mevcut bulunmaktadır. Bilindiği üzere tahvil, sahibi ile ihraççısı arasında bir borç alacaklılık ilişkisi içeren bir borçlanma senedi niteliğindedir. Hisse senedi ise elinde bulundurana bir mülkiyet hakkı tanıyan senettir. Tahvile sahip olan tasarruf sahibi yatırımcı, ihraççı şirketin alacaklısı olup hisse senedine sahip yatırımcı, şirketin ortağı konumundadır. Tahvil yatırımcısının şirkete sağladığı fon, yabancı kaynak niteliğinde iken hisse senedi sahibi, şirketin ortağı olup

şirkete sağladığı fon, öz kaynak niteliğindedir. Daha öncede ifade edildiği gibi tahvil alacaklısı, şirkete kullandığı fon ile şirketin aktifleri üzerinde alacağından başka herhangi bir hakka sahip değildir. Bununla birlikte, ihraççı şirketin yönetimine katılmazken ihraççının kâr ve zararına da maruz kalmamaktadır. Hisse senedi sahibi, ise şirketin mevcut ortaklarından biri olup şirketin yönetimine katılma hakkına sahip ve şirketin kâr ve zararına da iştirak etmektedir. Tahvil yatırımcısı, tahvil anapara ve faizini aldıktan sonra şirket ile arasında hiçbir hukuki bağ kalmaz iken hisse sahibi ortağın şirket ile ilişkisi devamlıdır. Bir diğer husus ise bu sermaye araçlarının yapısal özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Tahvilde kesin bir vade olup getirisi de mutlak suretle bellidir (*ihraç edilen tahvil türlerine göre belirli haklar ve getiriler tahvil sahibine tanınabilir*). Şirket kâr da etse zarar da etse anapara ve faizden başka bir alacağı yoktur. Buna karşılık hisse senedi sahibinin getirisi kesini değildir. Kâra ve zarara katılmaktadır. Yani hisse senedi sahibi gelir elde edip edemeyeceği konusunda tahvil sahibine göre çok büyük bir risk almış bulunmaktadır. Tahviller, SPK mevzuatları gereği nominal değerinin altında yani iskontolu olarak ihraç edilirken hisse senetlerinde bu durum mevcut değildir. Yani hisse senetleri, nominal değeri ile satışa sunulur (Coşkun, 2010:281-282).

Tahvil ile hisse senedi arasında en temel ekonomik farklılık, risk kaynaklıdır. Bilindiği gibi hisse senedi sahibi, şirketin bir ortağı konumunda olup şirketin kâr ve zararına katlanmaktadır. Bu durum tahvil sahibi, için geçerli değildir. Hisse senedi elinde bulundurmanın ödülü olan temettü geliri, şirketin zarar ettiği durumlarda dağıtılamamaktadır. Aksine şirket, kâr elde ettiği durumlarda bu kârı dağıtmama kararı alıp şirkete içsel bir fon oluşturma isteğinde olabilir. Yani hisse senedi sahibinin kazancı ya da kaybı net olmamaktadır. Ancak tahvil sahibi, şirkete kullandığı fon mukabilinde anaparasını ve vadesi geldiğinde belli miktar faizini alma noktasında hisse senedi sahibine göre daha avantajlı görülebilmektedir. Tahvil, bir borç senedi olduğu için eğer şirket bir iflas ve tasfiye durumuna gelirse yasa gereği tasfiyeden önce borçlar ödenmekte olup eğer tasfiyenin sonunda herhangi bir aktif kalırsa hisse sahiplerine payları oranınca aktifler üleştirilmektedir. Görüldüğü gibi tahvil sahipleri, hisse senedi sahibine göre böyle bir durumda daha avantajlı görülmektedir. Bir diğer önemli ekonomik temelli farklılık, getirilerin sabit ya da değişken olmasından ileri gelmektedir. Tahvil sahibinin getirisi sabit, hisse senedi sahibinin getirisi değişken niteliktedir (Coşkun, 2010:282).

Hisse senetleri ile fon kaynağı yaratan işletmeler, hisse senedi yatırımcılarına bir temettü ödemesi yapmaktadır. Bu temettü ödemesi, işletmenin muhasebe kayıtlarına bir gider olarak yansıtılmamakla beraber bu durum tahvil ile borçlanma durumunda farklılık arz etmektedir. İhraççı şirket, sattığı tahvillere ödediği kupon faizlerini bilançosunda gider olarak gösterebildiği için bu durumda hisse senedi ile fon kaynağı yaratmaya göre daha avantajlı olmaktadır.

1.5. Anonim Şirketlerde Tahvil İhraç Etmeye Yetkili Organlar

“TTK m. 504’e göre borçlanma araçları, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararı ile çıkarılabilirler. Bu düzenlemenin istisnasını borçlanma aracı ihracı yetkisinin yönetim kuruluna devredilebileceğini öngören TTK m. 505 ile SerPK m. 31 hükümleri oluşturmaktadır. Halka açık anonim şirketlerin yanı sıra halka kapalı anonim şirketlerde de uygulama alanına sahip olduğunu düşündüğümüz SerPK m. 31/3 hükmüne göre, borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna süreli veya süresiz olarak devredilebilir” (Özkorkut, 2017:188).

Tahvil ihracı için genel kurul tarafından ya da genel kurul kararıyla veya esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş yönetim kurulu tarafından karar alınabilir. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun 505. maddesine göre, genel kurul tahvil çıkarma yetkisini en fazla on beş aylık süre için yönetim kuruluna devredebilir. Genel kurul toplantısında tahvilin ihraç yetkisinin yönetim kuruluna verildiğine dair bir karar alınmalıdır (BAT VII-128.8, m:5).

1.6. Tahvillerin Özellikleri

Tahvillerin kendine has genel itibari ile özellikleri aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır (Babuşcu ve diğerleri 2012:1, BAT VII-128.8).

- Tahviller, birer sermaye piyasası aracı olup sabit getirili bir menkul kıymet olan bir borçlanma aracıdır.
- Tahviller, seri şeklinde çıkarılır ve ihraç edilen serilerin hepsi satılmadıkça yeni seri ihraç edilemez.
- Tahvillerin vadesi, en az bir yıl olmak üzere belirlenir. Tahvilleri, bonodan ayıran temel ölçüt budur

- Tahviller, halka arz edilerek satılabileceği gibi halka arz edilmeksizin de satışa sunulabilir.
- Tahvillerin ihracına ilişkin izahname veya ihraç belgesi yayınlanmaktadır.
- Tahvillerin faizleri, izahname ve ihraç belgesinde belirtilmektedir.
- Tahvillere erken itfa edilebilir.
- Tahvillerin anapara ödemesi, vade sonunda tek seferde yapılır ancak bu vadelere yayılabilmektedir.
- Tahvillerin faiz ödemeleri; dönemsel, üçer, altışar ya da yıllık olarak yapılabilmektedir. Burada belirtilmesi gereken husus, bu dönemlerin izahnamede ya da sirkülerde ihraççı şirket tarafından açık ve net bir biçimde belirtilmesi gereğidir.
- Tahvillerin değeri, faiz oranı ile ters bir matematiksel ilişki içerisindedir. Faiz oranı arttıka tahvilin değeri düşerken faiz oranları düştüğünde ise tahvil değer kazanmaktadır.
- Yurt içi tahvil ihraçlarında, ihraç Türk Lirası üzerinden yapılır.
- Yurt dışı ihraçlarda TL ya da döviz cinsinden ihraç yapılabilir.
- Tahviller; iskontolu, primli veya kupon ödemeli olarak satılabilir.
- İhraççı şirket, değişken faizli tahvil ihraç edebilir.

1.7. Türkiye’de Özel Sektör Tahvillerin Tarihsel Süreçte Gelişimi

“Sanayileşme çabalarının yanı sıra ekonomimizde yıllardır gözlenen yüksek enflasyon oranları, özel sektör kuruluşlarının yatırım ve işletme sermayesi gereksinmelerini çok yüksek düzeylere ulaştırmıştır. Hızla artan fon gereksinmeleri karşısında öz sermaye kaynaklarının ve banka kredilerinin, özellikle de orta vadeli kredilerin yetersiz kalması ve artan kredi maliyetleri gibi nedenlerle tahvil çıkarma, işletmelerin giderek daha çok başvurulan bir finanslama yöntemi olmaktadır. Özel sektörde tahville finanslama ilk kez 1967 yılında uygulandı. O yıl 5 milyon olan tahvil tutan sonraki yıllarda hızla yükseldi. 1988 yılı sonu itibarıyla özel sektörün tahvil çıkarından tutarı 547,7 milyar lira düzeyindedir” (Tecer, 1989:5).

Çizelge 1.1 SPK Kaydına Alınmış Bulunan Tahvil Stok Miktarı (TL)

YIL	Halka Arz + Halka Arz Edilmeksizin Satışa Sunulan Tahvil Miktarı	YIL	Halka Arz + Halka Arz Edilmeksizin Satışa Sunulan Tahvil Miktarı
1986	110,98 TL	2002	0,00
1987	317,53 TL	2003	0,00
1988	210,86 TL	2004	0,00
1989	604,51 TL	2005	0,00
1990	762,34 TL	2006	150 000,00
1991	813,34 TL	2007	150 210,00
1992	796,90 TL	2008	200 000,00
1993	715,23 TL	2009	140 400,00
1994	491,09 TL	2010	3 208 240,00
1995	1 883,10 TL	2011	8 222 750,50
1996	1 228,96 TL	2012	29 060 460,71
1997	1 495,46 TL	2013	29 150 196,20
1998	2 532,76 TL	2014	216 896 855,00
1999	0,00	2015	233 208 354,39
2000	0,00	2016	314 342 622,20
2001	0,00	2017	193 183 486,75

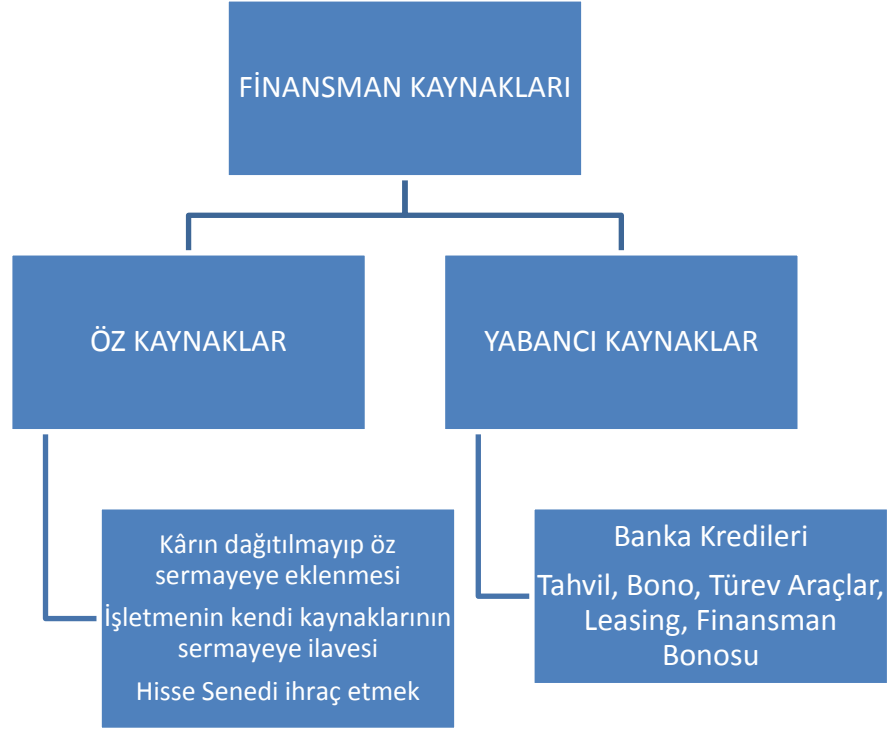
Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLF5g8SU>

Özel sektörün tahvil ihraçları, 1990'lı yılların sonlarına kadar belirli bir seyir izlerken 1999 yılından 2005 yılına kadar yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları ve kamunun ihraç ettiği devlet tahvil ve bonolarının faizlerinin yüksek olması, yatırımcı nezdinde devlet tahviline ilgiyi artırmış ve özel sektör bu sermaye aracını kullanmaktan aciz bırakılmıştır. 1999-2005 yılları arasında özel sektörün tahvil ihracına yanaşmamasının sebepleri sadece devlet iç borçlanma senetlerinin faizlerinin yüksek olması ve ekonomik istikrarsızlık sebebiyle yatırımcıların kısa vadeli yatırımlara yönelmesi değildir. Devlet iç borçlanma senetlerinin vergiden muaf tutulması ve özel sektör tahvillerinden %10 vergi alınması da bu süreçte şirketlerin tahvil ihracını tercih etmemesine sebep olduğunu belirtmiştir (Bastı, 2013). Yukarıdaki tabloda, 1986 yılından 2017 yılı mayıs ayına kadar olan süreç içerisinde ihraç edilen tahvil miktarı gösterilmektedir.

Tablo incelendiği takdirde, 1986 yılı ile 1999 yılının başına kadar tahvil ihracı belirli bir seyir izlemekte iken 1999 yılı ile 2006 yılları arasında herhangi bir tahvil ihracı gerçekleştirilmemiştir. 2006 yılından 2017 yılı mayıs ayına kadar tahvil ihracı canlanmıştır. 1999 ile 2006 yılları arasında özel sektör şirketleri, sermaye piyasası araçlarından biri olan tahvil enstrümanından yararlanamamıştır. Bu boşluğun nedenleri ise bu süreçlerde yüksek enflasyon, devlet tahvillerinin özel sektör tahvillerine karşı olan vergi avantajı, yüksek piyasa faiz oranları nedeniyle tahvil yatırımcısının dikkatinin başka yönler kaymasından ileri gelmektedir. İki haneli faiz ve enflasyon oranları, tasarruf sahiplerini daha kısa vadeli finansal araçlara yatırım yapmaya itmiş, tahvil gibi uzun vadeli araçları riskli görmelerine neden olmuştur. Bu yüzden sermaye piyasasının derinliği azalmış bulunmaktadır (Bastı, 2013).

1.8. İşletmelerin Tercih Ettikleri Finansman Kaynakları ve Tahvil

İşletmeler, rutin faaliyetlerini devam ettirebilmek ve yapacakları yatırımları finanse etmek için birden çok finansal kaynağa başvurabilirler. Wang ve Whyte (2010), bu konuda finans literatüründe temel olarak iki yatırım finansman yaklaşımının yer aldığını; işletmenin yatırımlarını ya kendi hissedarlarının öz sermayesini kullanarak finanse edecek ya da banka gibi diğer finansal dış kaynaklar aracılığıyla finanse edeceğini ve son birkaç senede yatırım projelerinin maliyetlerinin giderek artması ve tek bir finansman yaklaşımının neden olduğu risklerden kaçınmak için pek çok işletmenin her iki yaklaşımı da içerecek karma finansman yöntem ve modellerini benimsemeye başladığını belirtmiştir (Aktaran:Gülaç, 2014:9). Aşağıdaki şekilde işletmeler açısından finansman kaynaklarını göstermek mümkündür.



Şekil 1.3. İşletmelerin Finansman Kaynakları

Anonim şirketler tarafından çıkarılan tahvil, finansman bonusu vb. finansal araçların işlem gördüğü piyasalar borçlanma aracı piyasaları, anonim şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalara öz sermaye piyasaları olarak nitelik kazanmaktadır. Borçlanma ve öz sermaye piyasalarının finansal ilişkisi, birbirinden ayrılmaktadır. Borçlanma piyasası borç alacak ilişkisi, öz sermaye piyasası ortaklık ilişkisi tesis etmektedir (Mazgıt, 2011:19).

Öz sermaye ile finansman; şirketin kendisinin sahip olduğu kaynakların sermayeye ilavesi, dönemsel olarak elde edilen kârın şirket hissedarlarına dağıtılmayıp öz sermayeye eklenmesi veya şirketin hisse senedi çıkarmak suretiyle sermaye piyasasından elde edeceği fonlar ile kendisine yeni ortaklar bulması şeklinde olmaktadır.

Müller ve Zimmermann (2009) öz kaynak ile finansman yaratmanın, uzun süreli sermaye gereksinimlerinde özellikle tercih edilen bir yöntem olduğunu belirtmiştir (Aktaran:Gülaç, 2014:9). Yeni hisse senedi ihracı yoluyla şirketin ortaklığına dâhil edilen yeni hissedar, şirketin yönetimi üzerinde söz sahibi olabilmekte ve şirket üzerindeki yönetim hakkını kaybetmek istemeyen şirketler, borçla finansman seçeneğini tercih

etmektedirler. Diğer bir durum olan şirketin cari döneme ait ve geçmişte dağıtmadığı kârları, işletme bünyesinde bırakması ise şirketin, öz sermayesinin güçlü olmasını sağlamakla birlikte yatırımcılar ve borç verenler nezdinde tercih edilebilir olmalarını sağlamaktadır.

Yabancı kaynaklardan finansman, yukarıdaki şekilde gösterildiği üzere banka kredileri, finansman bonusu, tahvil, leasing vb. finansal araçlar ve kuruluşlardan olabilmektedir. Fazla detaya girilmeden yabancı kaynaklar, tahvil ve banka kredileri yönünden ele alınacak olursa banka kredileri; şirketin ihtiyaç duyduğu fonu bankalar kanalıyla teminini kapsamaktadır. Bilindiği üzere bankalar, şirketlerin finansal ihtiyaçlarını karşılamak üzere kendilerine kredi açmaktadırlar. İşletmeye sağlanan kredinin önceden belirlenen faiz ve anapara ödemelerinden başka şirketin yönetimi üzerinde hiçbir hakka sahip değildirler. Ancak, verilen kredi mukabilince şirketten belli başlı teminatlar alınmaktadır. Şirkete vereceği kredinin faiz oranları belirleme noktasında eli banka kadar güçlü olmadığı için kredinin miktar ve oranını belirleme noktasında bankanın üstünlüğü bulunmaktadır. İçtimai yaşantıda, veren elin alan elden üstün olduğu kaidesi bu ilişki içinde geçerli olmaktadır.

Şirketlerin tahvil ihracı yoluyla borçlanması irdelenecek olursa tahvil faiz oranı miktarını belirleme noktasında, şirket belirleyici olmaktadır. Tahvil yatırımcısı, şirket ile bir alacaklı borçlu ilişkisi içinde olduğundan yatırımcı şirkete kullandığı fon karşılığında borcundan başka bir surette şirketin aktifleri üzerinde söz sahibi değildir.

Tahvil yatırımcısı ile ihraççı şirket arasındaki ilişki, faiz ve anapara ödemelerinden ibaret olup vade bitiminde şirket ile yatırımcı arasındaki ilişki sona ermektedir. Tahvil ihraççısının kendi finansal durumuna göre borçlanmanın vadesini ve faiz oranlarını serbestçe belirleyebilmesi ve herhangi bir ek teminat sunmaması tahvil ihracını, banka kredisi ile kaynak sağlanmasına göre daha avantajlı kılmaktadır.

İşletmeler, finans yönetimi yatırımları ve işletme sermayeleri için kendilerine maliyeti en az olan finansman kaynağını seçme yoluna gitmektedir. Yabancı kaynaklardan borçlanmanın en önemli belirleyici unsuru, piyasa faiz oranlarıdır. İlerleyen bölümlerde

tahvil ile faiz arasında mevcut bulunan ilişki üzerinde durulması, konunun anlaşılmasına imkân verecektir.

1.9. Tahvil Türleri

Sermaye piyasasında ihraç edilen tahvillerin birden fazla çeşidi bulunmaktadır. Tahvillerin çeşitli türlerinin bulunmasının sebebi, ihraç edilen tahvilin yatırımcıların ilgisini çekmesinin sağlanmasıdır. Genel olarak tahvil, sahibine dönemsel olarak sunulan tahvil kupon faizi ve anapara ödemesi sağlamaktadır. Bunun yanında tahvile, bu genel getirilerinin yanında belli başlı ek teminatlar, enflasyondan korunma, ödenmeme riskini ortadan kaldırmak için garantör sağlama, faiz oranı riskini minimize etmek için değişken faizli tahvil ihraç etme, tahvil sahibine ihraççı şirketin kârından pay alma ve tahvili hisse senedi ile değiştirme gibi ek olanaklar sunularak ihraççı şirketin sermaye piyasasından tahvil aracılığıyla borçlanması yönünde yatırımcı ilgisi çekilebilmektedir. İşte tam bu noktada, yukarıda sayılan özellikler tahvil türlerinin birden çok olmasına olanak sağlamaktadır. Genel hatları itibarıyla tahvil türleri aşağıda belirtilmektedir:

- Nama yazılı tahviller,
- Hamiline yazılı tahviller,
- İskontolu tahviller,
- Başa baş tahviller,
- Primli tahviller,
- Teminatlı tahviller,
- Garantili tahviller,
- Garantisiz tahviller,
- Erken itfa edilebilir tahviller,
- Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller,
- Geri çağrılabilir tahviller,
- İkramiyeli tahviller,
- Endeksli tahviller,
- Değişken ve sabit faizli tahviller,
- Değiştirilebilir tahviller.

1.9.1. Nama yazılı tahviller

Bu tahviller, nama yani isme özel olarak ihraç edilen bir türdür. Tahvil üzerinde, tahvilin sahibinin gerçek ya da tüzel kişiliğinin adı, ticaret unvanı yazılı bulunmaktadır (Afşar, 2010:95). Tahvil ihracı, halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin yapılabilmektedir. Bu bağlamda halka arz edilmeksizin yapılan tahvil ihraçlarında tahvilin nama yazılı olması gerekmektedir (Coşkun, 2010:277). Günümüzde tahvillere ilişkin bilgiler, elektronik ortamda kaydi olarak Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda izlenmektedir.

1.9.2. Hamiline yazılı tahviller

Tahvil sahibinin adı soyadı, ticaret unvanı belli olmayıp tahvilin sahibi tahvili, elinde bulundurandır. Tahvilin sahipliği noktasında tahvili portföyünde bulunduran dar ya da tam mükellef kişi, tahvilin maliki olma hakkına sahiptir (Afşar, 2010:95). Daha öz bir tanımla hamiline yazılı tahviller, sahibinin belli olmadığı tahvil türüdür. Günümüzde tahvillerin çoğunluğu hamiline olarak ihraç edilmektedir.

1.9.3. Başa baş, iskontolu ve primli tahviller

Teorik olarak tahvilin piyasa değeri, üzerinde yazılı bulunan nominal değerine eşittir. Ancak, uygulamada bu durum farklılık arz edebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında tahvilin piyasa değeri, üzerinde yazılan değerden daha düşük ya da daha fazla bir bedelle satışa çıkabilmektedir. Ekonomik düzlemde meydana gelen değişimler nominal değer ile satışa çıkarılan değer arasında farklılıklara neden olmaktadır (Coşkun, 2010:330).

İhraççı şirket tarafından çıkarılan tahviller, üzerinde yazılı bulunan nominal değerden daha aşağı bir fiyattan satılması durumunda iskontolu olarak satışa sunulmuş bulunmaktadır. İskontolu tahvili elinde bulunduran, vade sonunda tahvilin üzerinde yazılı bulunan nominal değeri, ihraççı şirketten tahsil etmektedir. Tahvilin nominal değeri ile iskontolu değeri arasındaki fark, yatırımcının gelirini oluşturmaktadır. Tahvil, üzerinde yazılan nominal değerden ihraç edilirse buna başa baş tahvil denilmektedir. Eğer tahvil, üzerinde yazılı bulunan nominal değerden daha fazla bir bedelle satışa sunulmuş ise burada

primli tahvilden söz edilmektedir. Örneğin, üzerinde 1000 TL nominal değer yazılı bulunan bir tahvil 887 TL'den satışa çıkarılması durumunda iskontolu satılmış, 1134 TL'den satışa sunulması durumunda primli satışa sunulmuş olmaktadır. Ticaret kanunumuz, hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bir bedelle satışa çıkmasını yasakladığı halde, tahviller için böyle bir engel yoktur (Coşkun, 2010:276).

Primli tahvillerin, tahvil yatırımcıları açısından getirisi iki şekilde olmaktadır. Birincisi, ihraç primi olarak da nitelendirilen husus, tahvil satın alındığında üzerinde yazılı bulunan nominal değerden daha düşük bir bedelle temin edilmesidir. İkinci husus ise itfa primi denilen tahvilin anapara ödemesinin yapılması anında nominal değerden daha fazla bir fiyatta anaparanın geri alınmasıdır. Enflasyonist piyasa koşullarında primli tahviller, yatırımcılar açısından ilgi çekmektedir. Tasarruflarını enflasyona kaptırmak istemeyen tahvil yatırımcıları primli tahvillere talep göstermektedir (Ünal, 2003).

1.9.4. İkramiyeli tahviller

İkramiyeli tahvillere ilişkin düzenleme, 6762 sayılı eski TTK'da düzenlenmiştir. Tahvil ihraççısı, tahvilin satışını teşvik etmek için tahvilin faizine ek olarak çekiliş ile tahvil sahiplerine ev, araba, tatil vb. ek olanaklar sunmaktadır. Bu, bir nevi piyango niteliği taşımaktadır. Temel amaç, şanslı tahvil sahiplerine faiz ödemelerine ek olanaklar sunmaktadır. Bu, tahvilin satış kabiliyetini yükseltebilir. Ancak ülkemiz sermaye piyasalarında ikramiyeli tahvilin ihracı, ilgili mevzuatlar gereği yasaklanmıştır. Hangi nam altında olursa olsun tahvil sahiplerine faiz ödemelerine ek olarak ikramiyeli çekilişler dâhil herhangi bir ek olanak sağlanamaz (Tecer, 1989:17).

1.9.5. Garantisiz tahviller

“İhraç eden şirketin mal varlığından başka herhangi bir garanti kaydı taşımayan tahvillere garantisiz tahvil denilmektedir” (Afşar, 2010:95).

İhraççı şirket için en az maliyetli olan tahvil çıkarım şekillerinden biridir. Bu tahvil türünde şirket, ihraç ettiği tahvilin anapara ve faiz ödemelerine karşı herhangi bir teminat

veya garanti sunmamaktadır. Burada garanti, şirketin piyasadaki itibarı ve kendi finansal gücüdür (Tecer, 1989:12).

1.9.6. Garantili tahviller

Garantili tahviller, tahvil sahibinin ihraççıya kullandırmış olduğu fonun faiz getirisi ve anapara ödemesinin teminat altına alınmasını ifade etmektedir. Şirket, ihraç etmiş olduğu tahvilin anapara ve faiz ödemelerine, bir garantör kuruluşun garantisini sağlamaktadır. İhraççı şirket faiz ve anaparaları ödemediği zaman tahvil sahibi, alacağını bu garantör kuruluşlardan tahsil etme hakkına sahip olmaktadır. Bu durumda tahvil sahibinin riski daha çok minimize edilmektedir. Elbette bu da tahvilin getirisine yansımaktadır. Çünkü risk az ise getiri de daha az olabilmektedir.

1.9.7. Sabit ve değişken faizli tahviller

Bilindiği üzere tahviller, esasen sabit getirili bir menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır. Tahvilin faizi vade boyunca değişmemektedir. O nedenle bu tür tahvillere sabit faizli tahviller denilmektedir.

Piyasalarda her an oynak olmaya müsait faiz oranları, bilindiği gibi tahvil değerini etkilemektedir. Uzun vadeli tahvil ihraçlarında faiz ödemelerinin sabit olması, tahvil ihraççısı ve yatırımcısı açısından faiz oranları bakımından riskleri mevcut bulunmaktadır. Bir diğer husus ise enflasyon oranlarıdır. Enflasyon oranlarındaki artışın, sabit faiz oranlarının üstünde kalması durumunda yatırımcı zarar edebilmektedir (Afşar, 2010:96).

İşte tam bu noktada, faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanan etkiyi bertaraf etmek için değişken faizli tahviller ihraç edilmektedir. Bu da, yatırımcının dikkatinin bu tahvile yönelmesini sağlamaktadır. Bir bakıma pazarlama alanında olduğu gibi ürün farklılaşması sağlanmaktadır.

“Özellikle yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde kupon faiz oranları, seçilen gösterge oranlarına (örneğin gösterge tahvilin ağırlıklı ortalama bileşik faizi) önceden açıklanan bir ek getiri oranının eklenmesi ile hesaplanmaktadır. Değişken faizli tahviller yatırımcı için faiz riskini azaltmakta, tahvil ihraççısı için uzun dönemde borçlanmayı mümkün kılmaktadır” (Çikot, 2012:8).

Değişken faizli tahvillere baz teşkil edecek gösterge faiz oranı, hazinenin ihraç etmiş olduğu devlet iç borçlanma senedinin faiz oranlarına göre belirlenebilir. Bu gösterge faiz oranına ilaveten bir ek getiri oranı belirlenmektedir. Tahvil sahibinin tahvil kupon faizi, işte tam bu noktada baz gösterge faizi ile ek getiri oranının toplanması sonucu elde edilecek orana göre belirlenmektedir.

Örneğin; 100 TL nominal değerli, iki yıl vadeli, her altı ayda bir kupon faiz ödemesi yapan değişken faizli olarak ihraç edilecek olan bir tahvilin gösterge faiz oranları, devlet iç borçlanma senetlerine göre belirlensin ve ek getiri oranı yüzde 2,5 olsun. Tahvilin vadesi iki yıl ve altı ayda bir kupon ödemesi olduğundan tahvil sahibi, dört defa kupon faizi alacaktır. Örnekte ilk altı ay için baz gösterge faizi %6,39, ikinci altı ay için %6,58, üçüncü altı ay için %6,21 ve dördüncü altı ay için %6,85 olsun. Bu veriler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Faiz oranlarının değişiminden yatırımcının etkilenmemesi için yüzde 2,5 oranında ek getiri ile birlikte ilk kupon faizi 8,89 TL, ikinci kupon faizi 9,08 TL, üçüncü kupon ödemesi 8,71 TL ve son kupon ödemesi 9,35 TL olarak gerçekleşecektir.

	1	2	3	4
Gösterge Faiz Oranı	%6,39	%6,58	%6,21	%6,85
Ek getiri oranı	%2,5	%2,5	%2,5	%2,5
Değişken faiz oranı	%8,89	%9,08	%8,71	%9,35
Kupon ödemeleri	8,89 TL	9,08 TL	8,71 TL	9,35 TL

Şekil 1.4. Değişken Faizli Tahvilin Kupon Ödemesine İlişkin Sayısal Örnek

1.9.8. Endeksli tahviller

Endeksli tahvil, değişken faizli tahvillerde olduğu gibi yatırımcıyı piyasalarda meydana gelen değişkenlerden korumaya yönelik bir tahvil türüdür. Daha önce açıklandığı üzere, piyasa faiz oranları ile tahvil fiyatı ters yönde hareket etmektedir. Faiz oranları düştüğünde tahvilin fiyatı yükselirken tersi durumda tahvil fiyatı düşmekte idi. Faiz oranlarına benzer bir durum enflasyonla ilgilidir. Enflasyon, bilindiği üzere fiyatlar genel

düzeyinde sürekli artış olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon, değer düşürücü bir niteliktedir. Uzun vadeli bir süreçte enflasyonun hangi yönde olacağını kestirmek çok zor durumdur. Hatta, Merkez Bankasının hedeflediği enflasyon oranı ile piyasada gerçekleşen enflasyon oranları bazen sürpriz bir şekilde farklı değerler alabilmektedir. Örneğin, Merkez Bankası'nın 2011-2016 yılları arasında hedeflediği enflasyon ile gerçekleşen enflasyon oranları aşağıdaki çizelgede gösterilmektedir.

Çizelge 1.2. TCMB 2011-2016 Yılları Arasında Beklenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları

2011	<ul style="list-style-type: none">•Hedeflenen Enflasyon %5,5•Gerçekleşen Enflasyon %10,4
2012	<ul style="list-style-type: none">•Hedeflenen Enflasyon %5•Gerçekleşen Enflasyon %6,2
2013	<ul style="list-style-type: none">•Hedeflenen Enflasyon %5•Gerçekleşen Enflasyon %7,4
2014	<ul style="list-style-type: none">•Hedeflenen Enflasyon %5•Gerçekleşen Enflasyon %8,2
2015	<ul style="list-style-type: none">•Hedeflenen Enflasyon %5•Gerçekleşen Enflasyon %8,8
2016	<ul style="list-style-type: none">•Hedeflenen Enflasyon %5•Gerçekleşen Enflasyon %8,5

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLFqlfKa>

Enflasyon, değer düşürücü bir iktisadi olgudur. Tahvil yatırımcısının tahvilden elde edeceği faiz kazancının enflasyon oranı üzerinde olması durumunda tahvilden kazanç elde edilmektedir. Yatırımcının elde edeceği faizin enflasyona yenik düşmesi halinde yatırımcı, tahvilden zarar elde etmektedir. Bu duruma şöyle bir sayısal örnek verilecek olunursa;

Yatırımcı; 100 TL nominal değerli, iki yıl vadeli, %7 sabit faizli bir tahvil satın almış olsun. Tahvil ihraç edilirken enflasyon oranı %5 olması durumunda tahvil sahibi enflasyona karşı galip gelecektir. Eğer yıl sonunda enflasyon %8 olursa bu durumda tahvil sahibi enflasyona yenik düşerek tahvil yatırımından zarar edecektir. İşte böyle bir

durumda, tahvil sahibini enflasyonun değer düşürücü etkisine karşı korumak için endeksli tahviller ihraç edilebilmektedir.

Endeksli tahvillerde, tahvil sahibinin enflasyonun değer düşürücü etkisinden korunması amacıyla yönelik olarak anapara ve kuponlar, ihraç ve tahvilin itfa tarihleri arasında enflasyonda meydana gelebilecek değişimlere karşı çeşitli endekslere göre ayarlanarak tahvil sahibine ödeme yapılmaktadır. Bu endeksler; tüketici fiyat endeksi (TÜFE), altın fiyatı ve döviz kurlarındaki artış oranlarına göre belirlenebilmektedir.

Endeksli tahvillerde faiz oranı iki şekilde belirlenmektedir. Vade başında belirlenen ve sabit olan reel faiz oranı ve diğer değişken ise tahvilin faizinin endekslediği parametredeki değişimdir. Örneğin; enflasyona endeksli, 100 TL nominal değerli, iki yıl vadeli ve %2,25 sabit faiz ödemeli ve tahvil faiz ödemeleri dönemine denk gelen enflasyon oranı sırayla %3,59, %6,40, %10,05 ve %17,52 olursa vade sonunda kupon ödemesi şöyle hesaplanacaktır (Çikot, 2012):

Endeksli tahvillerde anapara ve kupon faizi ödeme dönemlerinde enflasyon oranına göre yeniden değerlendirilmesi sonrası tahvilin, sabit tahvil faizi üzerinden kupon ödemesi yapılmaktadır. Örneğe tekrar dönülecek olunursa aşağıdaki tabloda, vadelere göre tahvil kupon ödemesi gösterilmektedir.

	1. Kupon	2. Kupon	3. Kupon	4. Kupon
Faiz Oranı	%2,25	%2,25	%2,25	%2,25
Enflasyon Oranı	%3,59	%6,40	%10,05	%17,52
Enflasyona Göre Yeniden Değerlenmiş Anapara	103,59 TL	106,40 TL	110,05 TL	117,52 TL
Kupon Faiz Ödemesi	2,33 TL	2,39 TL	2,48 TL	2,64 TL

Şekil 1.5. Enflasyona Göre Yeniden Değerlenmiş Anapara ve Faiz

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

Örnekten anlaşılacağı üzere, tahvil anaparası, endekslenen parametreye göre yeniden değerlendirilerek bu tutar üzerinden başta belirlenmiş olan reel faiz oranına göre kupon ödemesi yapılarak tahvil sahibinin getirisinin enflasyon canavarına karşı korunduğu görülmektedir. İşte bu tür enflasyonist ortamlarda tahvil yatırımcısı, kendisini enflasyonun değer düşürücü etkisinden korumak için endeksli tahvillere yatırım yapmaktadır.

1.9.9. Erken itfa edilebilir tahviller

“Tahvillerin, ihraççının veya yatırımcının talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir nitelikte ihraç edilmesi mümkündür. Yurt içinde gerçekleştirilen ihraçlarda erken itfaya ilişkin esaslara izahname veya ihraç belgesinde yer verilir. Yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda ise erken itfaya ilişkin esaslar, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilir” (BAT VII-128.8).

1.9.10. Değiştirilebilir tahviller

İhraççı tarafından çıkarılan ve payları borsada işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir. Değiştirilebilir tahvillere ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenmektedir. Değiştirilebilir tahvillerin en önemli noktası, vadesinin 365 günden az olamamasıdır. Değiştirilebilir tahvillerin, aşağıda paya dönüştürülebilir tahvillerde de bahsedileceği üzere değiştirilmesi vadenin başladığı günden itibaren en erken 365 gün süre geçtikten sonra yapılabilmektedir. DET’lerin değiştirilmesi, tahvilin üzerinde yer alan nominal değer üzerinden yapılabilmektedir. Değiştirme gününde, o güne dek işlemiş faizler DET sahiplerine nakit olarak ödenir. Bu tahvil türünde değiştirme işleminden kaynaklanan masraflar, tümüyle ihraççının üzerindedir (BAT VII-128.8, m:24).

DET’lerde, paya dönüştürülebilir tahvillerde olduğu gibi değiştirme fiyatı ve oranı mevcut bulunmalıdır. Değiştirme fiyatı, tahvil maliklerine sahip oldukları tahvil mukabilinde verilecek paylar için baz teşkil eden fiyattır. Değiştirme oranı ise, değiştirme esnasında değiştirilebilir tahvilin nominal değerinin karşılığında verilecek pay adedini belirtmektedir. Uygulamada, çıkarılmış değiştirilebilir tahvillere ait değiştirme, ihraççı

anonim şirket ve ortaklarının menfaat ve hak kaybına sebep olmadan yapılır (BAT VII-128.8, m:25).

Değiştirilebilir tahvillerin itfası, belli bir itfa planı dâhilinde, ihraççının talebine bağlı ve tahvil sahibinin talebine bağlı olarak gerçekleştirilebilir (BAT VII-128.8, m:26).

DET'lerin itfa planına bağlı olarak değiştirilmesine ilişkin olarak paylar, taksitler halinde değiştirilecek ise, en son taksitin DET'in vade tarihine denk gelecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir. İhraççı anonim şirket, tahvilin paylar ile değiştirilmesi hakkını kullanabilmesi belirli şartlara bağlıdır. Şirket, değiştirmeye ilişkin talep toplama işleminin başlangıcından en az on beş gün önce KAP'ta özel durum açıklaması yaparak değiştirme işlemine yönelik olarak talep toplama ile ilgili hususlara ilişkin açıklama yapmaktadır. Değiştirmeye ilişkin talep toplama süresi on iş günü ile sınırlandırılmıştır. DET sahiplerinin haklarını bu süre içinde kullanması gerekmektedir. Eğer tahvil sahipleri, talep toplama günü içinde değiştirmeye yönelik herhangi bir talepte bulunmazlar ise tüm hakları aynen devam etmektedir. Burada ihraççının sorumluluğu, değiştirme işlemlerini itfa planı dâhilinde zamanında yerine getirmektir (BAT VII-128.8, m:27).

DET'ler, ihraççının talep etmesiyle de tamamen ya da kısmen paylar ile değiştirilebilmektedir. DET'e ilişkin paylar ile değiştirilebilmesi durumunda, ihraççının KAP üzerinde özel durum açıklaması yaparak açıklamada talep toplama, başvurunun nereye yapılacağı gibi koşullar belirtilmektedir (BAT VII-128.8, m:28). Diğer taraftan DET'ler, sahiplerinin talebine bağlı olarak da paylar ile değiştirilebilme imkânı mevcuttur.

1.9.11. Kâr paylı tahviller

“İşletmeler, tahvil satışlarında çekiciliği artırmak amacıyla işletmenin kârına katılma olanağı sağlayan tahviller de ihraç edebilir. Bu tür tahvillerde faize ek olarak, belirli bir oranda kâra katılım vardır. İşletmenin kâr etmemesi durumunda tahvil sahibi yalnızca faiz alacaktır. Türkiye’de yasalar bu tür tahvil çıkarımına olanak tanımış olmasına rağmen uygulaması pek görülmemiştir. Kâra iştirakli tahviller, vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Bunların anapara ödemesi yıllara dağıtılmaz” (Coşkun,2010:278).

Kâra iştirakli tahvillerde, anapara ödemesinin yıllara yaygın bir şekilde yapılmasının söz konusu olmadığı bununla birlikte anapara ödemesinin vade sonunda tek

seferde yapıldığını belirtmek önem arz etmektedir. Aşağıda, SPK Borçlanma Aracı Tebliği'nde kâra iştirakli tahvillerin taşıdığı nitelik ve özellikler belirtilmektedir:

- “İhraççılar, esas sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunmak şartıyla tahvillere kârdan pay verebilirler.
- İhraççılar, tahvillere ödenecek kâr payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilir:
 - a) Faiz ve buna ek olarak, tahvile kârdan pay verilmesi,
 - b) Kâr payının faizden daha az olması halinde, faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla kâr payı tahakkuk etmişse kâr payının ödenmesi,
 - c) Bir faiz öngörülmezsizin tahvile kârdan pay verilmesi.
- Halka açık ortaklıklar açısından tahvillere ödenecek kâr payı, ihraççıların esas sözleşmesinde veya kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı miktarını azaltamaz.
- Tahvillere ödenecek kâr payı, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış yıllık finansal tablolarının ve kâr payı dağıtım kararının ihraççı genel kurulunca onaylanmasını müteakip dağıtılır.
- Aynı koşullara sahip tahvillere ödenecek kar payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut tahvillerin tümüne, bunların ihraç ve vade tarihleri dikkate alınmadan dağıtılır.”

1.9.12. Paya dönüştürülebilir tahviller

“Ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetlerdir. Paya dönüştürülebilir tahvillerin vadesi 365 günden az olamaz. Paya dönüştürülebilir tahvillerin dönüştürülmesi, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra yapılabilir” (SPL, 2017:94).

Paya dönüştürülebilir yani şirketin hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, ihraççı şirket tarafından tahvil sahibine faiz ödemesini hisse senedi aracılığıyla yaptığı özel bir tahvil türüdür. Bu tahvil türünde ihraççı şirket, tahvilleri kendi hisse senetleri ile değiştirebildiği gibi kendi portföyünde mevcut olan başka bir şirketin hisse senetleri ile de değiştirebilmektedir. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin bir opsiyon hakkı tanınması nedeniyle faiz oranları düşük olmaktadır. Tabi bu durum tahvil sahibinin bu opsiyonu kullanmak isteyip istememesine bağlıdır. İhraççı şirket, önceden belirlenen bir değiştirme/dönüştürme oranı ile vade sonunda tahvil sahibine faiz ödemelerine mukabil ne kadar hisse senedi vereceğini belirtmektedir (Çikot, 2012). Aşağıda, hisse senedine dönüştürülebilir tahvillere ilişkin esaslar belirtilmektedir. Hisse senedine dönüştürülebilir

tahvil ihracı bu esaslara göre yapılmaktadır (BAT VII-128.8).

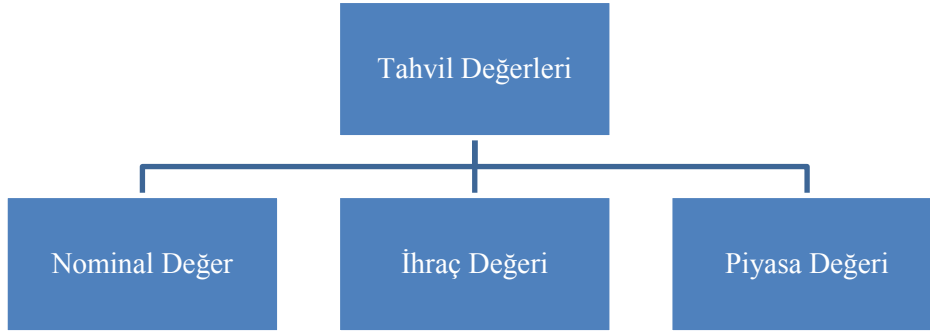
- “PDT’nin vadesi 365 günden az olamaz.
- PDT’lerin paylara dönüştürülmesi, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra yapılabilir.
- PDT’lerin paya dönüştürülmesi, PDT’nin nominal değeri üzerinden gerçekleştirilir. İzahnamede veya ihraç belgesinde belirtilmesi kaydıyla PDT’nin dönüştürme tarihinde ödenecek olan faiz tutarı da nominal değere eklenerek dönüştürme işlemine tabi tutulabilir. Dönüştürme gününe kadar işlemiş faizler ise PDT sahiplerine nakden ödenir.
- Dönüştürme giderlerinin tamamı ortaklığa aittir.
- PDT’lerin halka arz edilerek satılacak olması durumunda ihraççının paylarının borsada işlem görmesi, kayıtlı sermaye sisteminde olması ve ortaklık yönetim kurulunun pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konusunda esas sözleşme ile yetkili kılınmış olması zorunludur.
- Halka açık ortaklıkların PDT ile dönüştürülmek üzere ihraç ettikleri ve artırılacak sermayelerini temsil eden payları, TTK’nın 461 inci maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dahil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak PDT sahiplerine tahsis olunur.
- Ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen bu Tebliğde belirtilen esaslara uygun olarak dönüştürme hakkını kullanmayan PDT sahiplerinin dönüştürme hakları ortadan kalkar ve bu durumdaki PDT sahipleri anapara ve işlemiş faizlerini alırlar”.

1.9.13. Geri çağrılabilir ve iade edilebilir tahviller

Geri çağrılabilir tahvil türünde geri çağırın taraf ihraççı, iade edilebilir tahvil türünde iade edebilen tahvil sahibidir. Geri çağrılabilir tahvilde ihraççı şirket, uzun vadeli bir tahvil ihraç ettikten sonra faiz oranları tahvilin faiz oranlarından daha az maliyetli olduğu ya da işletmenin daha az maliyetli fon kullanabilme imkânı olduğu durumlarda geri çağırma opsiyonunu kullanabilir. Tabi bu durumda tahvil sahibinin zararı söz konusu olacaktır. Çünkü, piyasa faiz oranları düştüğünde geri çağrılan tahvilin sahibi, yeni faiz oranlarından tahvil yatırımı yapması durumunda yüksek fiyattan tahvil alacaktır. Bu durumda, tahvil sahibinin zararının giderilmesi adına geri çağrılabilir tahvillerde yüksek getiri bulunmaktadır. Diğer taraftan iade edilebilir tahvillerde durum tam tersidir. Bu durumda tahvil sahibi, piyasada oluşan yüksek faizlerin cazibesine kapılarak elindeki düşük faizli tahvilleri ihraççıya geri vererek anaparalarını vade tarihinden önce alma hakkı elde eder. Bu sefer zararlı çıkabilecek olan tahvil ihraççısıdır. Çünkü tahvil ihraççısı, iadenin yapılacağı zaman likit olarak tahvilin bedelini ödeme zorluğuna düşebilir (Çikot, 2012).

1.10.Tahvillerin Değer Tanımları

Tahvillerde fiyat yani değer tanımları aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.



Şekil 1.6 Tahvilde Değer ve Fiyat Türleri

Tahvillerin ilk ihracı sırasında üzerinde yazılı bulunan değere nominal değer denilmektedir. Tahvilin faiz hesaplamasında dikkate alınacak değer, nominal değer üzerinden hesaplanır ve vade sonunda tahvil sahibinin eline geçecek anapara nominal değeri temsil etmektedir. Tahviller, iskontolu ya da primli olarak nominal değerinin üzerinde veya altında bir bedelle satışa sunulabilir. Tahvillerin nominal değerinden başka bir bedelle satılması ihraç değerini oluşturmaktadır. Tahviller, sermaye piyasası araçlarından diğer menkul kıymetler gibi ikincil piyasada da işlem görebilmektedir. Tahvillerin bu ikincil piyasada işlem gördüğü fiyat ise piyasa fiyatını oluşturmaktadır (Mazgit, 2011:72).

1.11.Tahvil Talebi ve Arzı

Tahvil talebi ve arzına geçmeden varlık talebini etkileyen faktörleri incelemek konunun daha net anlaşılmasına katkı sunacaktır. Varlık talebini etkileyen faktörler; kişilerin servetleri, tahvillerin beklenen getirileri, risk ve likiditeden oluşmaktadır. Bu faktörleri detaylandırarak olursak servet, iktisadi ajanların elinde bulundurdukları kaynakları temsil etmektedir. İktisadi ajanların servetlerinde meydana gelen değişimler doğrultusunda tahvile ilişkin arz ve talep değişim göstermektedir. Serveti artan tasarruf sahipleri, bu servetlerini faiz geliri elde etmek için tahvil gibi yatırımlara yönelmektedir. Bu da, tahvil talebini dolayısıyla tahvil arzını arttırmaktadır. Diğer bir faktör olan beklenen getiri, aşağıda daha detaylı anlatılacağı üzere iktisadi ajanların yatırımlardan beklediği kazançları ifade etmektedir. Ekonomik düzlemde iktisadi ajanlar yapacakları yatırımlardan bekledikleri getirilere göre tahvil talep ve arz edecektir. Esasen burada iktisat dilinde sıkça kullanılan alternatif maliyet olgusu devreye girmektedir. Tahvil arz ve talebi, diğer

alternatif sermaye piyasası araçlarının maliyet ve getirileri dikkate alınarak oluşmaktadır (Coşkun, 2010:16).

Varlık talebine etki eden diğer faktör ise risk unsurudur. Risk, iktisadi varlığın özünde bulunan belirsizlikleri kapsamaktadır. Ekonomik yaşantıda iktisadi ajanlar, ekseriyetle daha az riskli ve belirsizlik içeren enstrümanlara yatırım yapmaktadır. Diğer bir deyişle, yatırım yapılan varlığın sahip olduğu risk primi arttıkça talep edilen miktarı düşecektir. Likidite, bir varlığın nakde dönüşme kolaylığını ifade etmektedir. İktisadi ajanlar, yapmış oldukları yatırımların ihtiyaç duydukları anda kolayca nakde dönüşmesini arzu edebilirler, bu nedenle bir varlığın likiditesi yüksek ise ona olan talep de artacaktır (Coşkun, 2010:17).

Tahvil talebi ya da diğer bir ifadeyle ödünç verilebilir fon arzı, kişilerin sahip olduğu servet miktarı, harcanabilir gelir düzeyi, piyasada oluşan fiyatlara ilişkin beklentiler, faize yönelik bekleyişler ve devletin politik olarak belirlediği vergi politikasına bağlı olarak birçok faktörden etkilenmektedir. Tahvil talep eden gerçek ya da tüzel kişiler tasarruf sahipleridir. Tahvil talebinde artış ya da azalış, kişilerin tasarruflarına bağlı olarak borç verme isteklerinin azalıp artmasından ileri gelmektedir. İleride daha detaylı anlatılacağı üzere, piyasada meydana gelen faiz oranları artış gösterdiğinde tahvile olan talep artmaktadır. Diğer taraftan, faiz oranlarında meydana gelen bir azalış karşısında tasarruf sahipleri getirinin azalması karşısında ellerinde para tutma eğiliminde olurlar.

Tahvilin arz yönüne bakılacak olunursa, tahvil arz edenler yani ödünç verilebilir fon talep edenler, finansman noktasında açığı bulunan anonim şirketlerdir. Tahvil arz edenler, ihraç ettikleri tahvil vasıtasıyla tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonları kullanarak onlara bir faiz getirisi sunmaktadırlar (Bilgili, 2017).

Tahvil talebi ve arzı, piyasada meydana gelen çeşitli değişkenlerden etkilenmektedir. Esasen tahvil arz ve talebinin temel belirleyicisi, faiz oranları ve para arzıdır. Merkez bankasının parasal tabanda meydana getirdiği genişletici bir para arzı neticesinde piyasada para bollaşmaktadır. İktisadi ajanlar, ellerine geçen bu parayı ellerinde nakit tutabilmekte ya da tahvil gibi araçlara yatırarak gelir elde etmektedir. Faiz

oranları yükseldiğinde parayı elde tutmanın fırsat maliyeti arttığı için iktisadi ajanlar elindeki bu fazla paraları tahvil alımına yönlendirerek tahvile olan talebi artırırlar, bu suretle tahvil arzı da artmış olacaktır. Diğer bir bakış açısıyla faiz oranları yükseldiğinde tahvilin fiyatı azaldığı için iktisadi ajanlar tahvile yatırım yapacaklardır.

Diğer taraftan Merkez Bankasının daraltıcı bir para politikası uygulaması ile piyasadan çektiği para nedeniyle iktisadi ajanların, günlük rutin piyasa işlemlerini devam ettirebilmesi için nakit paraya ihtiyaç duyacaklardır. Bu durumda ellerindeki tahvilleri satarak bu tahvilleri nakde çevireceklerdir. Böylece parasal bir daralmanın olduğu durumlarda tahvil talebi azalacaktır. Piyasa faiz oranları düştüğünde tahvilin fiyatı yüksek seviyede olduğu için iktisadi ajanlar tahvil talep etmeyeceklerdir. Çünkü ellerindeki düşük faiz ve yüksek fiyattan aldıkları tahvilin, faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle fiyatı düşecektir. Bu nedenle faiz oranları düşük olduğu zaman iktisadi ajanların tahvil talebi azalacaktır. Tahvil talebini etkileyen diğer bir faktör ise beklenen enflasyondur. Enflasyon bilindiği üzere tahvilin reel getirisini etkileyen en önemli faktörlerdendir. Eğer tahvil yatırımcısı ileride enflasyonun artacağı yönünde bir beklentiye sahip ise bu durum tahvilin reel getirisine etkisi yüksek olması durumunda tahvil talebi azalacaktır. Tersi durumda ise, iktisadi ajanlar enflasyonun düşeceği beklentisi içinde ise bu durumda tahvil talebi artış gösterebilecektir.

Şirketlerin ihraç etmek istedikleri tahvil arzı ise yine piyasa faiz oranlarına, enflasyon beklentisine ve yatırımın beklenen kârlılığına ilişkin faktörlere göre değişkenlik gösterebilmektedir. Faiz oranları ele alınacak olursa, faiz oranları düştüğünde tahvilin fiyatı maksimum seviyeye erişecektir. Bu durumda, tahville borçlanmanın maliyetindeki azalış sebebiyle ihraççılar daha fazla tahvil arz etmek isteyeceklerdir. Tersi durumda ise yüksek faiz oranlarında ihraççıların maliyeti artacağından tahvil arzında bir azalma söz konusu olacaktır.

Enflasyon beklentisi, tahvil arzını tahvil talebinin tersi yönünde etkileyecektir. İhraççılar, ileride enflasyonun artacağı beklentisi içinde olurlar ise bu durumda ihraç edilmek istenen tahvil miktarında bir artış söz konusu olacaktır. İhraççıların, yapmış oldukları yatırımdan bekledikleri kârlılık oranları arttığında tahvil ihraç ederek borçlanma

isteklerinde bir artış yaşanabilmektedir. Bu durumu, Keynes'in sermayenin marjinal etkinliği prensibi ile açıklayacak olursak; sermayenin marjinal etkinliği bir yatırımdan beklenen getirilerin değerini bugüne indirgeyen iskonto oranıdır. Eğer sermayenin marjinal etkinliği tahvil ile borçlanma maliyetinden daha yüksek ise şirket bu yatırımı yapma kararı verecektir. Diğer durumda sermayenin marjinal etkinliği yani iskonto oranı, tahvil ile borçlanmanın maliyetinden daha az olursa bu durumda şirketler yatırım yapmama kararı alırlar bu da onların tahvil arzını azaltmalarına sebebiyet vermektedir (Özdurak, 2015).

Yukarıda izah edilmeye çalışılan tahvil arz ve talebine etki eden faktörler, aşağıdaki şekil yardımıyla gösterilmektedir:

Faktör	Faktördeki Değişim Yönü	Talepteki Değişim Yönü
Servet	↑	↑
Beklenen Faiz Oranı	↑	↓
Beklenen Enflasyon	↑	↓
Risk	↑	↓
Likidite	↑	↑

Şekil 1.7. Tahvil Talebine Etki Eden Faktörler

Faktör	Faktördeki Değişim Yönü	Arzdaki Değişim Yönü
Yatırımın Kârlılığı	↑	↑
Beklenen Enflasyon	↑	↑
Kamu Bütçe Açığı	↑	↑

Şekil 1.8. Tahvil Arzına Etki Eden Faktörler

Kısaca, servet ve likidite arttığında tahvil talebi artar; beklenen faiz oranı, enflasyon ve risk arttığında tahvil talebinde azalma meydana gelmektedir.

1.12.Tahvil ile Faiz Arasındaki İlişki ve Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler

“Faiz oranları, birçok faktörden etkilenmekle birlikte en çok piyasadaki dalgalanmalardan etkilenmektedir. Faiz oranlarındaki değişkenlik, genel olarak ekonomiyi etkilemekle birlikte özellikle borçlanmalar üzerinde de önemli etkisi bulunmaktadır. Tahviller de bir borçlanma aracı olduğundan faiz oranlarından oldukça etkilenmektedir. Tahvilin değeri ile piyasa faiz oranları arasında ters bir ilişki söz konusudur. Yani, piyasa faiz oranları arttıkça tahvilin değeri düşmekte, piyasa faiz oranları düştükçe tahvilin değeri artmaktadır” (Babuşçu ve diğerleri, 2012:5).

Tahvilin faiz oranları ile ilişkisi, arz ve talep kanunları yönünden incelenecek olunursa tasarruf sahipleri, faiz oranları yükseldiğinde yatırımlardan beklediği getiri artacağı için tahvil taleplerini arttıracaktır. Bu durumda, talep kanunu gereği tahvil talebi artınca tahvilin de fiyatı artacak ve tahvilin faizi düşecektir. Diğer taraftan faiz oranları düştüğünde tasarruf sahipleri elde edecekleri faiz gelirini düşük bulduklarından likit kalmayı tercih edecekler ve böylece tahvile olan taleplerini azaltacaklardır. Böylece, tahvile olan talep azaldığından tahvilin fiyatı düşecek ve faiz oranı yükselecektir. Buradan çıkarılacak sonuç, tahvil talebi faizin artan ve tahvil fiyatı faizin azalan fonksiyonu olmasıdır (Bilgili, 2017:419).

Tahvil fiyatı ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişkiyi sayısal bir örnek yardımıyla açıklamak gerekir. Örneğin, X A.Ş.’nin bir yıl vadeli, %6 faiz ödemeli, 100 TL nominal değerli bir tahvil ihraç ettiği varsayalım;

Bu tahvili satın alan tahvil yatırımcısı A, bu tahvili elinde bir yıl bekletirse vade sonunda tahvilin anaparası olan 100 TL ve faizi olan 6 TL ile toplam 106 TL olarak X A.Ş. ile arasındaki hukuki bağ sona erer.

A, bu tahvili aynı gün ikinci piyasada başkasına devretmek istediğinde tahvili 100 TL’den satabilir. Şimdi, varsayımlara devam edilecek olunursa aynı gün faiz oranlarının % 7’ye çıktığı düşünülüğünde;

A, bu tahvili 100 TL’den satamaz; çünkü A’nın elindeki tahvili alarak 6 TL faiz geliri elde edilmektense % 7’den 100 TL nominal değerli bir tahvil alınıp bir yıl sonra 7

TL faiz kazancı elde edilebilir. Bu yüzden A, bu tahvili eğer satacaksa 100 TL'nin altına örneğin 99 TL gibi bir fiyata satması gerekir. Çünkü, ikinci el piyasada faiz oranları % 7 iken A'nın %6 faizli tahviline 100 lira vermek yatırımcı için rasyonel değildir.

Bir diğer varsayım, A'nın bu tahvili aldığı gün faiz oranlarının %5'e düştüğü varsayılırsa, A bu tahvili ikinci piyasada 100 TL'den daha fazla bir fiyata satabilir, örneğin 101 TL gibi. Faizin düştüğü bir durumda, ikinci piyasada 100 TL nominal değerli bir tahvile daha fazla değer biçilebilir.

Şimdi, faiz artış ve düşüşünün tahvil fiyatına etkisi daha öz bir ifadeyle anlatılması istenirse, tahvil faizi düşerse yatırımcı tahvilden kâr elde ederken tahvil faizinin yükselmesinden zarar elde etmektedir.

Faiz yükselişi ve düşüşünün tahvil ihraç eden şirket açısından ele alınması durumunda; faiz yükseldiğinde (% 7) tahvil ihraç eden X A.Ş. bu durumdan memnun olacaktır; çünkü % 6 faiz oranı ile borçlanmış bulunmaktadır. Diğer bir durum olan faiz oranlarının %5'e düşmesi durumunda ise zarar edecektir. Çünkü % 6 ile borçlandığı durumda yıl sonunda tahvil sahibine 6 TL kupon faizi ödeyecektir. %5 ile borçlansa idi 5 TL ödeyecektir.

Tahvilin faiz oranları ile ilişkisine yönelik yukarıda yapılan açıklamalar öz olarak yinelenerek olursa; tahvillerin piyasa değerinin, tahvile ait nominal faiz oranı ile piyasada oluşan faiz oranları arasında belirlendiği görülmektedir. Şirketin ihraç edeceği tahvile yatırım yapmak isteyen tasarruf sahibi, piyasada oluşacak faiz oranlarına ilişkin belirli bir öngörü sahibi olmak zorundadır. Faiz oranlarının düşeceği algısı ile tahvil yatırımcıları sermaye kazancı elde ederken piyasa faiz oranlarının yükseleceği tahmini ile yatırımcılar, ellerindeki tahvilleri için satış pozisyonu alacaklardır.

“Tahvil fiyatları ve piyasa faiz oranları arasındaki ilişkiler ve genel olarak piyasa faiz oranlarını etkileyen faktörler aşağıdaki tabloda ifade edilmiştir. Tablodaki artış ve azalışı belirleyen temel neden ekonomideki basit arz – talep ilişkisidir. Arzı fazla olan şeyin fiyatı düşer, talebi fazla olan şeyin ise fiyatı artar. Faiz, paranın belirli süre elde tutulmasının vazgeçilme bedeli olduğuna göre, aşağıdaki tablolarda yer alan her bir olayda, piyasada bulunan para miktarının azalıp, çoğalmasına ve paraya olan talebin azalıp, artmasına göre faiz oranı ve tahvil fiyatının yönü ortaya çıkmaktadır (Babuşcu ve diğerleri, 2012:6).

Çizelge 1.3. Faiz Oranlarını Etkileyen Unsurlar

Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler	Piyasa Faiz Oranlarına Etkisi	Tahvil Fiyatına Etkisi
Hazine İhale Ödemesi	Artış	Azalış
Hazine Bono İtfası	Azalış	Artış
T.C.M.B Repo İhalesi	Azalış	Artış
İnterbank Para Veri	Azalış	Artış
İnterbank Para Alış	Artış	Azalış
T.C Merkez Bankası Döviz Alış	Azalış	Artış
T.C Merkez Bankası Döviz Satış	Artış	Azalış
T.C Merkez Bankası Bono Satış	Artış	Azalış
T.C Merkez Bankası Bono Alış	Azalış	Artış
Likidite Rezerv Rakamlarının Yüksek Açıklanması	Azalış	Artış
Likidite Rezerv Rakamlarının Düşük Açıklanması	Artış	Azalış
Hazine İhalesinde Beklenenden Yüksek Satış	Artış	Azalış
Hazine İhalesinde Beklenenden Düşük Satış	Azalış	Artış
Maas Ödeme Günleri	Artış	Azalış
Vergi Ödemeleri	Artış	Azalış
Ekonomik İstikrarsızlık	Artış	Azalış
Politik İstikrarsızlık	Artış	Azalış
Döviz Fiyatlarındaki Artış	Artış	Azalış

Kaynak: Babuşçu ve diğerleri 2012:6

1.13.Tahvillerde Mevcut Bulunan Riskler

Tahvillerin doğası gereği barındırdığı risk unsurları ödenmeme riski (temerrüt riski), faiz oranı riski ve enflasyon riski olarak sayılabilmektedir. Tahvillerin yatırımcısı açısından en önemli risk kaynağı, tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri noktasında bir aksaklığın yaşanma olasılığıdır. Daha öz bir ifade ile ödenmeme riskidir. Esasen tahviller, diğer sermaye piyasası araçlarına göre daha az risk primi içermesine rağmen bu fark özel sektör tahvilleri ve devlet tahvillerinde farklı olmaktadır. Nitekim devlet tahvillerini alan bir yatırımcı, hazinenin garantisi altındadır. Tahvillerin ödenmemesi durumu ancak devletin iflasını açıklaması durumunda olabilmektedir. Özel sektör tahvilleri, ana şartları itibari ile devlet tahvilleri gibi garantiye sahip olmayıp risk primi içermektedir. Bu yüzden özel sektör tahvilleri yatırımcısını cezbetmesi için hazine tahvillerine göre daha yüksek faiz oranı ile ihraç edilmektedir. Tahvillerin ödenmeme riskine karşın bazen ihraççılar, garantör bir kuruluşun teminatını almaktadırlar. Bu durumda tahvil yatırımcısının ilgisi tahvile kayabilmektedir. Garantili ve teminatl tahviller, yatırımcının ödenmeme riskine karşı korunmasını sağlamaktadır (Sarıkamış, 1998).

Burada ifade edilmesi gereken diğer bir nokta, hukuki ve yasal düzenlemelerden kaynaklanmaktadır. Bilindiği gibi Tasarruf Mevduatları Sigorta Fonu tarafından bankalara yatırılan mevduatların bir bölümü, bu fon tarafından garanti altına alınmakta olup böyle bir ayrıcalık tahvil sahiplerine tanınmamaktadır.

Tahvil sahibinin ihraççı işletmeye kullandığı fon, yabancı kaynak niteliğinde olup tahvil sahibi ihraççı şirketin uzun vadeli alacaklısı konumundadır. Yani yatırımcı ile ihraççının aralarında bir borç alacaklı ilişkisi bulunur. Şirketlerin iflası durumunda öncelikle borçlar ödendiğinden tahvil sahipleri hisse senedi sahiplerine göre bu noktada daha az riske katlanmış olur.

Tahvillerde bir diğer risk unsuru şüphesiz faiz oranı riskidir. Daha önce ifade edildiği gibi tahvilin değeri ile faiz oranları arasında ters bir ilişki mevcuttur. Faiz oranları arttığında tahvilin değeri azalırken faizler düştüğünde ise tahvil değer kazanmaktadır.

Burada faizlerin değişiminden tahvil yatırımcısı ve ihraççı etkilenebilmektedir. Bu riski azaltmak için değişken faizli tahvil ihraç edilebilmektedir.

Bir diğer risk unsuru enflasyondur. Tahvil sahibinin tahvilden elde ettiği faiz kazancının enflasyonun kendisinden alıp götürdüğü değerden fazla olduğu durumda kâr elde etmektedir. Bu durumda enflasyon bir risk kaynağı içermektedir. Tahvilden elde edilen getirinin enflasyonun götürdüğünden daha fazla olması durumunda yatırımcı kazançlı çıkmaktadır. Aksi durumda tahvil yatırımcısı negatif gelir elde edecektir (Tecer, 1989).

1.14.Tahvillerde Vergilendirme

Türkiye’de kişilerin tahvil yatırımından elde edecekleri faiz geliri ve tahvil alım satımından elde edecekleri kazançlara ilişkin vergilendirmenin nasıl yapılacağı, stopaja tabi tutulup tutulmayacağı ya da yıllık olarak beyan verilmesi gerekip gerekmediği konusu Gelir Vergisi Kanunu’nda düzenlenmektedir. Tahvillere ilişkin vergilendirme hususlarına geçmeden evvel, öncelikle vergi mükelleflerini tanımlamak konunun daha net anlaşılmasına olanak tanıyacaktı.

Tam mükellef gerçek kişi olarak tanımlanan kişiler, Türkiye sınırları içinde yerleşmiş bulunmakta olup ülke içinde veya dışında elde ettikleri kazançlar üzerinden vergilendirilmektedir. Tam mükellef gerçek kişiler, Türkiye’de ikamet eden ve bir yıl içinde Türkiye’de altı aydan daha fazla süre ile kalan kişileri tarif etmektedir. Dar mükellef gerçek kişiler, esas itibarıyla Türkiye’ de ikamet etmemekle birlikte Türkiye’de elde ettikleri kazançlardan vergilendirilen kişileri kapsamaktadır.

Tahviller, birer menkul kıymet özelliğine haiz borçlanma araçları olması hasebiyle, bu gibi menkul kıymetlerden elde edilen kazançlar, menkul sermaye iradı ve bu menkul kıymetlerin alım satımından elde edilen kazançlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Menkul sermaye iradı, Gelir Vergisi Kanunu’nun 75. maddesinde *“Sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kâr payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye*

iradidir” şeklinde tarif edilmektedir. İlgili kanunun 75. maddesinde özel sektör tahvillerinden elde edilen faiz gelirleri menkul sermaye iradı olarak belirtilmektedir. Menkul kıymetlerin vadesinden önce elden çıkarılarak ikincil piyasada el değiştirmesi suretiyle elde edilen kazançlar alım satım kazancı olarak nitelendirilir (Gelir Vergisi Kanunu 75. madde).

Tahvillerin vergilendirilmesi konusunda diğer bir husus ise stopaj, yani tevkifatır. Tahvillerden elde edilen gelirlere ilişkin yapılan stopajlar, Gelir Vergisi Kanunu’nun geçici 67. maddesinde belirtilmektedir. Tam ve dar mükellef gerçek kişilerin 01.01.2016 yılından itibaren tahvillerden elde ettikleri gelirlere yönelik stopaj oranları, devlet tahvili ve hazine bonolarına uygulanan stopaj oranları ile tamamen aynıdır. Aşağıdaki tablolarda özel sektör tahvillerinden elde edilen faiz gelirleri ve alım satım kazançlarına ilişkin vergilendirme ve beyana yönelik kanun hükümleri yer almaktadır (Gelir Vergisi Kanunu geçici 67. madde).

Son olarak, yukarıda açıklanan hususlara ilave olarak tahvillerde vergilendirmeye ilişkin hususlar ilerleyen bölümlerde açıklanacağı üzere, izahnameyi oluşturan sermaye piyasası aracı notunun dokuzuncu bölümünde yatırımcı ile paylaşılmaktadır.

Çizelge 1.4. Tam Mükellef Kişiler için Tahvil Faiz Kazancı Vergisi

2006 tarihinden sonra ihraç edilen:
A) İhraç edilerek Türkiye’de satılan tahviller;
• %10 oranında stopaja tabidir.
• Stopaj nihai vergidir.
• Beyan edilmez.
B) İhraç edilerek yurtdışında satılan tahviller;
• Tam mükellef kurumlar tarafından ihraç edilerek yurtdışında satılan tahvillerin vadesi 1 yıla kadar olanlardan elde edilen faizler %10, vadesi 1 yıl (1 yıl dahil) ile 3 yıl arası olanlardan elde edilen faizler %7, vadesi 3 yıl (3 yıl dahil) ile 5 yıl arası olanlardan elde edilen faizler %3, vadesi 5 yıl (5 yıl dahil) ve daha uzun olanlardan elde edilen faizler %0 oranında stopaja tabidir.
• Enflasyon indirimi uygulanmaz.
• Elde edilen faiz gelirlerinin, stopaja tabi tutulmuş diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile birlikte 30 000 TL’lik beyan sınırını aşması durumunda, gelirin tamamı beyan edilir.

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLJLgON7>

Çizelge 1.5. Dar Mükellefler için Faiz Kazancına İlişkin Vergilendirme

1.1.2006 tarihinden sonra ihraç edilen:
A) İhraç edilerek Türkiye’de satılan tahviller;
• Stopaj oranı %10 olarak belirlenmiştir.
• Stopaj nihai vergidir.
• Beyan edilmez.
B) İhraç edilerek yurtdışında satılan tahviller;
• Tam mükellef kurumlar tarafından ihraç edilerek yurtdışında satılan tahvillerin vadesi 1 yıla kadar olanlardan elde edilen faizler %10, vadesi 1 yıl (1 yıl dahil) ile 3 yıl arası olanlardan elde edilen faizler %7, vadesi 3 yıl (3 yıl dahil) ile 5 yıl arası olanlardan elde edilen faizler %3, vadesi 5 yıl (5 yıl dahil) ve daha uzun olanlardan elde edilen faizler %0 oranında stopaja tabidir.
• Söz konusu stopaj, faiz ödemesini yapan ihraççı kurum tarafından yapılır.
• Stopaj nihai vergidir.

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLJLgON7>

Çizelge 1.6. Tam Mükellef Tahvil Alım Satım Kazancına İlişkin Vergilendirme Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLJLgON7>

1.1.2006 tarihinden sonra ihraç edilen:
A) Türkiye’de satılan tahviller;
• %10 oranında stopaja tabidir.
• Stopaj nihai vergidir.
B) Yurtdışında satılan tahviller;
• Alış bedeli, elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere ÜFE artış oranının %10 veya üzerinde olması şartıyla ÜFE artış oranıyla endekslenabilir ve diğer alım satım kazançlarıyla birlikte beyan edilir.

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLJLgON7>

Çizelge 1.7. Dar Mükelleflerin Tahvil Alım Satım Kazancına İlişkin Vergilendirme

1.1.2006 tarihinden sonra ihraç edilen:
A) Türkiye’de satılan tahviller;
• %10 oranında stopaja tabidir.
• Beyan edilmez.
B) Yurtdışında satılan tahviller;
• Stopaja tabi değildir.
• Beyan edilmez.

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLJLgON7>

1.15.Tahvil Satışlarının Muhasebeleştirilmesi

“Para ve sermaye piyasasına borçlanma yoluyla sağlanan yabancı kaynaklar, Tekdüzen Muhasebe Sistemi’nde mali borçlar grubunda toplanmıştır. Bu grupta bilanço günü itibarıyla vadesine bir yıldan daha fazla süre kalmış bulunan banka ve diğer kuruluşlardan alınan krediler ile işletme tarafından kaynak sağlamak amacıyla ihraç edilmiş menkul değerlerin izleneceği hesaplar yer alır” (Sevilengül, 2011:557).

Mali borçlar grubu, tek düzen hesap planında uzun vadeli yabancı kaynaklar bölümünde izlenmektedir. Bu mali borçlardan, işletmenin kendisinin yarattığı kaynaklardan biri olan tahviller, 405 hesap kodlu “Çıkarılmış Tahviller” hesabında kayıt altına alınmaktadır. Bu hesabın işleyişi incelenecek olursa; çıkarılmış tahviller hesabı, işletmenin sermaye piyasasından sağlamış olduğu uzun vadeli yabancı kaynaklardan biridir. Çıkarılan tahviller, nominal değeri üzerinden 405 Çıkarılmış Tahviller hesabının alacak kısmına kaydedilir. Yine bilanço gününden itibaren vadesi bir yıl içinde dolacak anapara ve kupon faiz ödemeleri, 304 Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri hesabına aktarılırken bu hesap borçlandırılacaktır (Sevilengül, 2011:558).

İşletme tarafından ihraç edilen borçlanma senedinin vadesi bir yıldan daha kısa ise Çıkarılmış Bono ve Senetler hesabında işlem görür. Şayet ihraç edilen menkul kıymet çalışmanın ana konusu olan tahvil ise, bu durumda vadesi bir yıldan daha uzun olduğu için ihraca ilişkin işlemler Çıkarılmış Tahviller hesabında işlem görecektir (Çınaroğlu, 2015:398).

Tahvilin vadesinin bir yıldan uzun olduğu için ihraca ilişkin işlemlerin Çıkarılmış Tahviller hesabında izleneceği yukarıda belirtildi. Buna ek olarak ihraç edilen tahvilin vadesi bir yıldan daha aşağı indiğinde ilgili dönemin sonunda Çıkarılmış Tahviller hesabı borçlandırılarak kapatılır. Buna karşılık ilgili tutarlar Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri hesabının alacak kısmına aktarım gerçekleştirilir. Tahvil ihracının muhasebeleştirilmesi örneklerine yer vermeden önce hesap işlemlerinde önemli olan noktalara değinmek örneklerin ve konunun daha net anlaşılmasına olanak tanıyacaktır (Çınaroğlu, 2015:400).

- ❖ İşletme tarafından ihraç edilen borçlanma aracının vadesi bir yıldan daha kısa ise bu ihraca ilişkin işlemler “305 Çıkarılmış Bono ve Senetler” hesabında kayıt altına alınır.
- ❖ İhraç edilen borçlanma aracının yani tahvilin vadesi bir yıldan daha fazla ise bu durumda ilgili kayıtlar “405 Çıkarılmış Tahviller” hesabında yer alır.
- ❖ Tahvile dönem sonlarında tahakkuk eden faizler “481 Gider Tahakkukları” hesabının alacağına, Finansman Giderleri hesabının borcuna kayıt edilir.

- ❖ Tahvilin vadesinin bir yılın altına inmesi halinde “481 Gider Tahakkukları” hesabı borçlandırılarak kapanış yapılır ve buna karşılık “381 Gider Tahakkukları” hesabının alacağına devir işlemi yapılır.
- ❖ Tahvilin vadesinin bir yılın altına inmesini izleyen dönem sonunda ek olarak “405 Çıkarılmış Tahviller” hesabı borçlandırılarak kapanış yapılarak ilgili tutarlar, kısa vade arz eden “304 Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri” hesabının alacağına devri gerçekleştirilir.

BORÇ	405 ÇIKARILMIŞ TAHVİLLER HESABI	ALACAK
AZALIŞLAR (-)		ARTIŞLAR (+)
BORÇ BAKİYE		ALACAK BAKİYE

Tahvillerin ihracı; dönemler itibariyle anapara, faiz ödemeleri, ihraç sürecinde katlanılan finansman giderleri ve diğer maliyetlerin daha net anlaşılması adına örnekler yardımıyla anlatıma devam edilecektir.

- ❖ İşletme, tahvil ihraç etmeye hazırlandığında öncelikle SPK’ya izin başvurusunda bulunur. İhraç edilecek olan tahvile ilişkin öncelikle alınan bu izin karşılığında SPK’ya bir masraf ödenmektedir. Aşağıda, bu izne karşı verilen bedelin muhasebeleştirilmesi örneği gösterilmektedir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
770 Genel Yönetim Gideri 770.3 SPK Fon Gideri	200	
100 Kasa Hesabı		200
TOPLAM	200	200

❖ İhraç edilecek olan tahvil için gazetelerde verilecek ilan için ilan giderleri ortaya çıkacaktır. Bu ilan giderlerinin ihraççı şirketin bilançolarında muhasebeleştirilmesi gerekmektedir. İşletme, bunun için genel yönetim giderleri, indirilecek KDV ve kasa hesabını kullanmaktadır.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
770 Genel Yönetim Gideri 770.4 İlan Gideri	500	
191 İndirilecek KDV	90	
100 Kasa Hesabı		590
TOPLAM	590	590

❖ İhraççı şirket tarafından 100 000 TL nominal değerli bir tahvil ihraç edilsin ve bu banka aracılığıyla satılsın. Bu durumda 102 bankalar hesabı ve 405 çıkarılmış tahviller hesabı çalıştırılmaktadır. Aşağıdaki yevmiye defterinde bu işlem gösterilmektedir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
102 Banka	100 000	
405 Çıkarılmış Tahviller		100 000
TOPLAM	100 000	100 000

- ❖ Eğer tahvil, nominal değerinin altında örneğin 100 000 TL'ye satılsa idi bu durumda 2 000 TL tutarında menkul kıymet ihraç farkı ortaya çıkacaktır. Bu durumda yapılması gereken yevmiye kaydı aşağıdaki gibi olacaktır:

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
102 Banka	98 000	
408 Menkul Kıymet İhraç Farkı	2 000	
405 Çıkarılmış Tahviller		100 000
TOPLAM	100 000	100 000

- ❖ Şirketin ihraç etmiş olduğu tahvile ilişkin yıl sonunda 12 000 TL faiz tahakkuk ettiği varsayıldığında; yapılması gereken kayıtlarda Gelir Vergisi Kanunu'na göre %10 oranında stopaj yapılması gerekmektedir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
780 Finansman Gideri	12 000	
361 Ödenecek Vergi ve Fonlar		1 200
381 Gider Tahakkukları		10 800
TOPLAM	12 000	12 000

- ❖ Faizler, banka kanalıyla tahvil sahibine ödendiğinde yapılacak kayıtlara ilişkin yevmiye defteri aşağıda gösterilmektedir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
381 Gider Tahakkukları	12 000	
102 Bankalar		12 000
TOPLAM	12 000	12 000

- ❖ İhraç edilen tahvilin anapara ödemesinin vadesinin bir yıldan aşağı indiği dönemde yapılması gereken kayıt aşağıdaki gibidir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
405 Çıkarılmış Tahviller	12 000	
361 Ödenecek Vergi ve Fonlar		1 200
381 Gider Tahakkukları		10 800
TOPLAM	12 000	12 000

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
405 Çıkarılmış Tahviller	100 000	
304 Çıkarılmış Tahviller		100 000
TOPLAM	100 000	100 000

❖ Tahvilin anapara ödemesi banka aracılığıyla yapıldığı takdirde;

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
304 Çıkarılmış Tahviller	100 000	
102 Bankalar		100 000
TOPLAM		100 000

- ❖ A Anonim şirketi, % 10 yıllık kupon faizi ödemeli ve dört yıl vadeli 100 000 TL tutarında bir tahvil ihraç etmiştir. Tahvil satışına aracılık eden X bankası, ihraççı A şirketine hitaben tahvillerin tamamının 01.04.2017 günü satıldığını ve ilgili tutarın işletmenin hesabına geçtiğine dair bir dekont göndermiştir. İhraç edilen tahvillere ilişkin faiz ve anapara ödemesi X bankası aracılığıyla gerçekleştirilecektir. Örneğe göre ilk yapılması gereken muhasebe işlemi, tahvil satış kaydının yapılmasıdır. Aşağıda bu işleme ait yevmiye kaydı gösterilmektedir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
102 Bankalar Hesabı 102.01 X Bankası	100 000	
405 Çıkarılmış Tahviller Hesabı		100 000
Tahvil Çıkarılması Kaydı		
TOPLAM	100 000	100 000

- ❖ İkinci işlem olarak yıl sonunda anaparanın ilk taksiti olan ($100\ 000/4=25\ 000$ TL) 304 Anapara Borç Taksit ve Faizler hesabına alınmalıdır. Bu işleme ilişkin muhasebe kaydı aşağıdaki gibidir.

AÇIKLAMA	TUTAR	
	BORÇ	ALACAK
405 Çıkarılmış Tahviller Hesabı	25 000	
304 Tahvil Anapara Borç Taksit ve Faizleri Hesabı		25 000
100 000 / 4 Yıl : 25 000 TL		
Yıl Sonunda Taksitin Kısa Vadeli Borçlara Aktarılması Kaydı		
TOPLAM	25 000	25 000

2. TAHVİL İHRACI İÇİN DÜZENLENECEK İZAHNAME VE İHRAÇ BELGESİ

2.1. İzahnamenin Düzenlendiği SPKn. ve Tebliğleri

İzahname, genel hatları ile ihraç edilecek olan tahvil ve bu tahvili çıkaran ihraççı şirket hakkında bilgiler içeren kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindedir. İzahnameye ilişkin esaslar, Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenmektedir. Buna göre şu an Türkiye’de izahnameye ilişkin düzenlemeler; 6362 sayılı *Sermaye Piyasası Kanunu*, 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan *İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1* ve 07.06.2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan *Borçlanma Araçları Tebliği VII-128.8*’te yapılmıştır. Ayrıca, yukarıda zikredilen kanun ve tebliğlerin ışığında SPK tarafından izahnamenin nasıl hazırlanması gerektiğine ve izahnameye ilişkin bir standart format oluşturmak amacıyla kılavuz yayımlanmaktadır. İzahname hazırlayanlar, ilgili kanun ve tebliğdeki esasları gözetmek kaydıyla izahname hazırlama kılavuzunu kullanarak izahnameyi oluştururlar.

2.2. İzahname

İzahname, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun üçüncü maddesinin birinci fıkrasının (j) bendinde “... ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi” olarak tanımlanmıştır (SPKn., m:3).

Tahvil izahnamesi, esas itibari ile bir bilgilendirme belgesidir. Sermaye piyasasında borçlanma araçları ihraç edecek olan şirket ve ihraca konu borçlanma araçları hakkında tasarruf sahibi yatırımcıya bilgi sunma görevini ifa etmektedir. İzahnamenin içeriğinde ihraççı şirketin mali durumu, gelecek ile ilgili beklentileri, ana işgal konusu, çıkarılacak olan borçlanma aracına yönelik yatırımcının sahip olduğu haklar, karşılaşılabileceği riskler ve bunlara ek olarak borçlanma aracının kendine has özellikleri izahname ile yatırımcıların

bilgisine sunulmaktadır. Öz olarak yineleyecek olunursa izahname, tahvil yatırımcısına sağlıklı bir değerlendirme yapabilmesini teminen detaylı, şeffaf ve güvenilir bilgileri sağlayan bir belgedir. Tahvil ihraç etmek isteyen şirketler, izahname hazırlamak ve bunu SPK'nın onayına sunmak zorundadırlar (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği [İİBT] II-5.1).

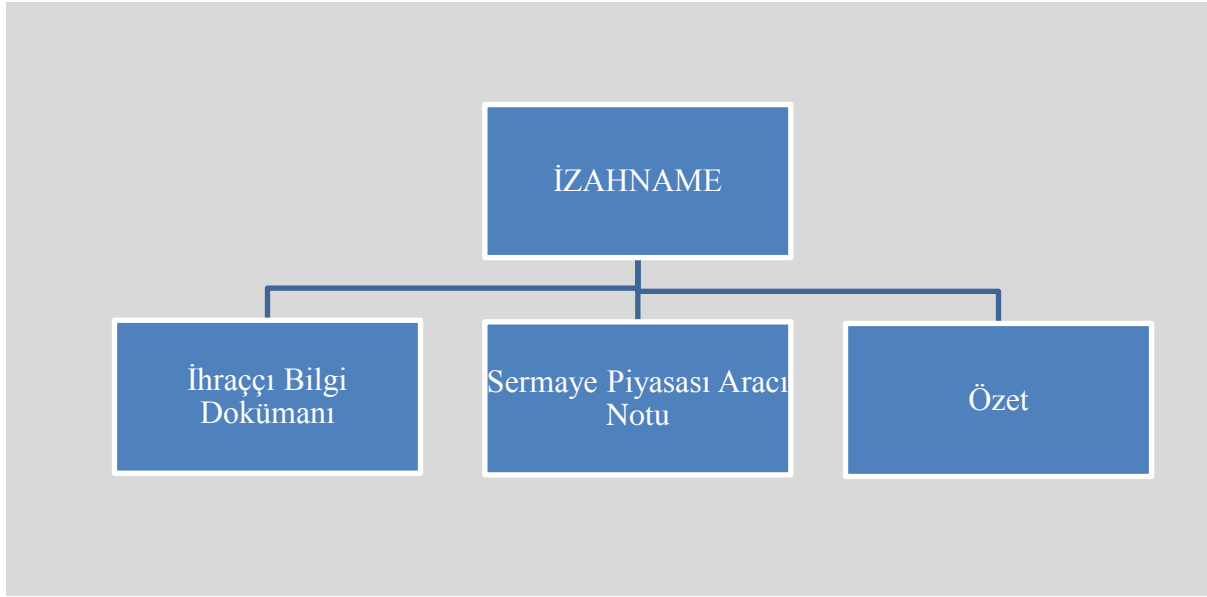
“İzahnamenin, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur. Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade etmekte olup, sermaye piyasası araçlarının ihraççı tarafından çıkarılıp halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını içeren “ihraç” kavramından daha dar niteliktedir. Dolayısıyla, bir sermaye piyasası aracı halka arz edilmeksizin satılacak ise izahname düzenlenmesi söz konusu değildir. Borsada işlem görmeye ilişkin hükümler saklı kalmak üzere izahname, sadece sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenen bir kamuyu aydınlatma aracıdır, denilebilir” (SPL, 2017:2).

İzahname ile ihraç edilen tahvile ve ihraççıya ait bilgilerin tasarruf sahibi yatırımcılar tarafından kolayca anlaşılabilmesi ve yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapabilmesi temin edilmektedir. Hazırlanan izahnameden ve dâhilindeki bilgi ve belgelerin gerçekliği hususunda mesul bulunanların gerçek kişiler olması halinde adları, unvanı ve görevi; tüzel kişi olması durumunda izahnameyi hazırlayan şirketin unvanı, şirketin bağlı bulunduğu merkezi ve haberleşme ve iletişim bilgilerini net bir şekilde belirtilmesi gerekmektedir. İzahname, ihraççı şirkete, ihraç edilecek olan borçlanma aracına ilişkin bilgiler ve buna ek olarak bir özet bölümünü içermek şartıyla bir veya birden fazla belge düzenlenmek suretiyle hazırlanabilir (6362 sayılı SPKn., m:4).

İzahname; *sermaye piyasası aracı notu, ihraççı bilgi dokümanı ve özet*'ten müteşekkil bir çatı belgedir. İzahname, bu belgelerin ayrı ayrı yayınlanması suretiyle olabileceği gibi bu belgeleri kapsayan tek bir metin halinde de hazırlanabilir.

İzahnamenin birden fazla belge olarak hazırlanması durumunda; ihraççının ve varsa ihraca garantör olan şirketin sermayesi, yönetimi ve iştiğal konusunu, finansal durumu gibi hususları içeren “*ihraççı bilgi dokümanı*”, ihraç edilecek olan tahvilin özellikleri, sahip olduğu hak ve yükümlülükler ve riskleri içeren “sermaye piyasası aracı notu” ve son olarak bu iki belgedeki bilgilerden istifade ederek hazırlanan kısa net ve açık bilgilerden oluşan bir “özet” belgesi hazırlanır. İzahnamenin tek belgeden meydana gelmesi halinde bu üç belgedeki bilgiler izahnamenin içeriğinde aynen korunur (İİBT II-5.1, m:13).

İzahnamenin birden fazla belge halinde hazırlanması halinde her bir belgenin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. Belgelerin SPK tarafından onaylanmış olması, bu belgelerde mevcut bulunan bilgilerin tamamen doğru olduğuna ilişkin bir kesinlik ifade etmemektedir. Sermaye Piyasası Kuruluna gönderilen bu belgeler, Kurula sunulmasından itibaren on gün içinde karara bağlanır ve ihraççıya bildirilir (SPKn., m:6). Bu çalışmada, tahvil ihraç edecek olan şirketin hazırlayacağı izahnamenin birden fazla belgeden oluşması durumu incelenecektir.



Şekil 2.1. İzahname ve İzahnameyi Oluşturan Belgeler

2.3. İzahname Hazırlama Yükümlülüğü ve İzahnamenin Onaylanması için Gerekli Belgeler

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği II-5.1 nolu tebliğin beşinci maddesinde ve Sermaye Piyasası Kanununun 109. maddesinde izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğü ile ilgili yapılmış olan düzenleme aşağıda belirtilmektedir.

“Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi için veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur. Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurtdışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası araçları **hariç** olmak üzere ihraççıların izahname hazırlamaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında ihraç belgesinin hazırlanması ve bu belgelerin Kurulca onaylanması zorunludur” (İİBT II-5.1, m:5).

Tahvilin, SPK tarafından onaylanmayan bir izahname ve ihraç belgesi ile satışa sunulması halinde, bu durum usûlsüz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyeti sayılmaktadır. Bu durum “Onaylı izahname yayımlama yükümlülüğünü yerine getirmeksizin sermaye piyasası araçlarını halka arz edenler ya da onaylı ihraç belgesi olmaksızın sermaye piyasası araçlarını satanlar, iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bine güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır” hükmü ile kanun maddesinde belirtilmektedir (SPKn., m:109).

Tebliğden anlaşılacağı üzere ihraççı, tahvil ihracını halka arz yoluyla satışa sunmak istediğinde ihraca ilişkin bir izahname hazırlamalı ve bunu Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayına sunması gerekmektedir (BAT VII-128.8).

2.3.1. İzahnamenin SPK tarafından onaylanması için gerekli belgeler

Borçlanma Araçları Tebliğinin Ek:1 nolu bölümünde, tahvil ihraç etmek isteyen şirketin hazırlamış olduğu izahnamenin SPK tarafından onaylanabilmesi için gerekli olan belgeler aşağıda belirtilmektedir.

- ❖ “Başvuru formu,
- ❖ Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş, ihraççıyı temsile yetkili kişilerce imzalı esas sözleşme,
- ❖ Borçlanma aracı ihracına ilişkin asgari olarak Kurulca ilan edilen formatlara uygun şekilde alınmış yetkili organ kararının noter onaylı örneği,
- ❖ Özel mevzuatları uyarınca başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan ihraççılara, Kurulca yapılacak onay başvurusu öncesinde, ihraca engel teşkil edecek herhangi bir husus olup olmadığına dair ilgili kamu kuruluşlarından alınmış görüş yazısı ve veya ilgili mevzuatta borçlanma aracı ihracı için başka mercilerin karar veya onayının gerekmesi durumunda bu karar veya onaya ilişkin belge; gerekmemesi durumunda ise buna ilişkin ihraççı beyanı,
- ❖ Sermayenin ödenmiş kısmının tespitine ilişkin mali müşavir raporu ile mevcut sermayenin tesciline ilişkin TTSG örneği,
- ❖ Borçlanma aracının anapara, faiz vb. ödemeleri için garanti verilmesi durumunda garantör tarafından Kurula ve ihraççıya hitaben yazılacak yazı ile garantiyi veren tüzel kişinin konuya ilişkin yetkili organ kararının noter onaylı örneği veya ilgili birim yazısı,
- ❖ Aracılık sözleşmesi,
- ❖ Halka arz edilerek yapılacak ve bankalar dışındaki ihraççılar tarafından gerçekleştirilecek ihraçlar için yönetim kurulu üyeleri ile yönetimde yetkili olan personelden alınan, ilgili kişiler hakkında sermaye piyasası mevzuatı, 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ve/veya 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme

suçlarından dolayı alınmış cezai kovuşturma ve/veya hükümlülüğünün ve ortaklık işleri ile ilgili olarak taraf olunan dava konusu hukuki uyuşmazlık ve/veya kesinleşmiş hüküm bulunup bulunmadığına dair güncel tarihli beyanlar,

- ❖ Borçlanma aracı bedellerinin yatırılması için nezdinde özel hesap açılan banka tarafından bu durumu Kurula bildiren yazı,
- ❖ İhraççının ve yetkili kuruluşun noter onaylı imza sirküleri,
- ❖ İzahnamede yer alacak ve/veya limit hesabında esas alınacak finansal tablolar ile varsa borçlanma aracı tebliğinin 9 uncu maddesinin üçüncü fıkrasının (b) bendinde belirtilen finansal tablolar,
- ❖ Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış izahname,
- ❖ PDT ve DET ihraçları için dönüştürme ve değiştirme oranlarının belirlenmesine ilişkin rapor.”

2.4. İzahname Hazırlama Yükümlülüğünden Muafiyetler ile İzahname

Hazırlanmasını Gerektirmeyen Durumlar ve Tahvilin Halka Arz Edilmeksizin

İhracı

Anonim şirketlerin sermaye piyasasından tahvil aracılığıyla borçlanabilmesi için ihraca ilişkin bir izahname hazırlanması gerektiği hususu daha önce ifade edilmişti. Ancak, ihraççı şirketin izahname hazırlamasını gerektirmeyen bazı durumlar mevcut bulunmaktadır. İzahname ve ihraç belgesi tebliğinin altıncı maddesinde kendisine düzenleme alanı bulan bu muafiyetler aşağıda belirtilmektedir (İİBT II-5.1, m:6).

- Her halka arz için ayrı ayrı olmak üzere yatırımcı başına en az 250 000 TL değerinde sermaye piyasası aracı alan yatırımcılara yönelik yapılan halka arzlarda,
- Birim nominal değeri en az 250 000 TL olan sermaye piyasası araçlarının halka arzında,
- Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının borsada nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmesi durumunda ihraççı veya halka arz eden izahname hazırlama yükümlülüğünden muafır.
- Sermaye piyasası araçlarının sadece nitelikli yatırımcılara satışında,
- Sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışlarında izahname hazırlanmaz.

Yukarıda anılan ilgili maddeler incelendiğinde halka arz edilecek tahvilin birim nominal değerine ve nitelikli yatırımcıya ve tahsisli satışlarda yatırımcının satın alabileceği asgari miktarlara ilişkin durumlar mevcut olduğunda izahname hazırlama muafiyeti ortaya

çıkmaktadır. Yine tahvilin nominal değerine ilişkin 250 000 TL’lik sınırlama, SPK tarafından alınan Kurul kararıyla yeniden değerlendirilebilmektedir (SPL, 2017:3).

2.5. SPK Tarafından Belirlenen İzahname Hazırlama Esasları

Sermaye Piyasası Kurulu, anonim şirket tarafından ihraç edilecek olan tahvile ait izahnameye ilişkin bazı esasların var olmasını zorunlu kılmıştır. Buna göre, izahnamede var olması gereken zorunlu esaslar aşağıda belirtilmektedir (İİBT II-5.1, m:7).

- ❖ “İzahnamenin ve izahnamede yer alacak bilgilerin, ihraççı ve varsa halka arz eden ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda hazırlanması,
- ❖ Kurulca belirlenen standartlara uygun,
- ❖ Tam ve güncel olması,
- ❖ Yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde hazırlanması,
- ❖ Kurul onayının alınması başvurusu sırasında kurulca istenecek ek bilgileri içermesi ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur.
- ❖ İzahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir.
- ❖ İzahnamenin, ihraççı ve varsa halka arz eden ile yetkili kuruluş tarafından imzalanması gerekir. İzahname, konsorsiyum oluşturulmuş olması durumunda konsorsiyum lideri ve varsa eş liderler tarafından imzalanır. İzahnamenin geçerlilik süresi içerisinde yapılacak halka arzlarda yetkili kuruluşun değişmesi durumunda, daha önce Kurulca onaylanan ihraççı bilgi dokümanının ya da izahnamenin yeni yetkili kuruluş tarafından imzalanması ve önceki ihraççı bilgi dokümanı ya da izahnamenin ilan edildiği şekilde ilan edilmesi şarttır. Bu durumda, bu Tebliğin 24 üncü maddesi hükümleri saklı kalmak kaydıyla yeniden imzalanmış ihraççı bilgi dokümanı ya da izahname tekrar Kurul onayına sunulmaz ancak ihraççı bilgi dokümanının ya da izahnamenin nerede yayımlandığına ilişkin bilgi, ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan edilir.
- ❖ İzahnamede, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolar ile bu finansal tablolara dayalı verilere yer verilmesi esastır. İzahnamede, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolara dayalı bilgiler ile birlikte bu finansal tablolara dayalı olmayan bilgilerin verilmek istenmesi durumunda;
- ❖ Bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmemiş verilerin, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolarda yer alan bilgilerle tutarlı olması ve aykırılık içermemesi,
- ❖ Bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal verilerin, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmemiş finansal verilerden daha dikkat çekici şekilde sunulması,
- ❖ Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin, kullanılan terimler ve hazırlanma esasları ile birlikte açıkça belirtilmesi ve güncel olması,
- ❖ Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin geçmiş, tahmini, beklentiye dayalı ya da proforma finansal bilgilerden hangisi ile ilişkili olduğunun belirtilmesi,
- ❖ Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin, bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmediği hususunun açıkça vurgulanması zorunludur.
- ❖ İzahnamenin hazırlanmasında yararlanılan kaynakların bağımsız taraflarca hazırlanması ve bu kaynakların izahname ekinde kamuya açıklanmaması durumunda bunlara nasıl ulaşılabileceğinin izahnamede yatırımcıların bilgisine sunulması gerekir.”

Yukarıda yer alan izahname hazırlama esasları, üçüncü bölümde bahsedileceği üzere izahnameyi oluşturan ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özetin hazırlanmasında temel teşkil edecektir.

2.6. Sermaye Piyasası Kurulunun Yetkileri

Sermaye Piyasası Kurulu, izahnameye yönelik usûl ve esasları belirlemektedir. Hazırlanan izahname, tasarruf sahibi yatırımcı tarafından incelenerek tahvile ve ihraççıya ilişkin bilgiler içerdiğinden yatırım kararını etkileme gücüne sahiptir. İşte bu noktada Kurul, hazırlanan izahnamede asgari bilgilere, garantöre, garantinin niteliğine, izahnamenin yayınlanması ve reklamı gibi birçok konuda usul ve esasları belirlemede, izahname hazırlama noktasında usûl, esaslar ve muafiyetlere ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisine haizdir (SPKn., m:5).

2.7. Anonim Ortaklıkların İhraç Edecekleri Tahvillere İlişkin İhraç Limitleri

“Yalnızca tahvillere ilişkin bir ihraç limiti söz konusu olmamakla birlikte, tahvilin bir borçlanma belgesi niteliği taşıması nedeniyle, tahvil ihraçları borçlanma belgelerinin ihraç limitleriyle sınırlandırılmıştır” (Mazgit, 2011:66). Borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limitleri, Borçlanma Araçları Tebliğinin dokuzuncu maddesinde düzenlenmiştir.

Anonim ortaklıklarca ihraç edilecek tahvillerin ihraç limiti, izahname ve ihraç belgesinin onaylanması için SPK’ya yapılan başvuru tarihi esas alınmaktadır. Tahvile ilişkin ihraç limitinin hesaplanması noktasında;

- ❖ Halka açık ortaklıkların ihraç limiti, öz kaynak tutarının beş katını geçemeyeceği,
- ❖ Halka açık olmayan ortaklıkların ihraç limiti, öz kaynak tutarının üç katını geçemeyeceği tebliğde düzenlenmiştir (BAT VII-128.8, m:9/a-b).

İhraç limitine ilişkin diğer bir husus ise ihraca ilişkin Hazine garantisi alınmışsa, tebliğde belirtilen ihraç limitlerinin uygulanmayacağıdır.

2.8. İzahnamenin Onaylanması

İhraççı şirket tarafından hazırlanan izahnamenin Kurul tarafından onaylanabilmesi, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı ve anlaşılabilir olmasına, Kurulun yayınladığı izahname hazırlama formatına uygun olmasına bağlıdır. İzahnamenin ayrı belgelerden oluşması halinde (geçerli bir izahname ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özetten müteşekkildir) her belge ayrı ayrı onaylanmak durumundadır. Burada belirtilmesi gereken husus; SPK, izahnamenin Kurul tarafından onaylanmasını izahnamede yer alan bilgilerin doğru olduğunu ve tahvile ilişkin bir tavsiye olarak kabul edilmemesi gerektiğini açıkça belirtmektedir. İhraççı şirket tarafından hazırlanan izahname Kurula gönderildikten sonra Kurul, izahnamenin kılavuza göre hazırlanıp hazırlanmadığına ve bilgi ve belgelerin doğruluğuna bakarak, izahnamenin Kurula sunulmasından itibaren on iş günü içinde karara bağlamaktadır. Bu on günlük karar süresi, ilk halka arzlarda yirmi iş günü olarak belirlenmiştir. İzahnameye ilişkin cevap, Kurul tarafından bu süreler içinde karara bağlanarak ihraççıya bildirilir (SPKn., m:6).

2.9. İzahnameden Sorumlu Kişiler

Tahvil ihraçlarına ilişkin hazırlanan izahnamede yer alan bilgi ve belgelerin doğruluğu ve bu bilgilerin yanıltıcı olmasından dolayı zarara uğrayan tahvil yatırımcısının zararlarından ihraççı şirket sorumludur. Zararın ihraççı tarafından tazmin edilememesi durumunda garantörler, ihraca aracılık edenlerden kusurları oranınca zarar tazmin edebilmektedir. Yine izahnamede yer alan finansal tabloları analiz eden ve inceleyen bağımsız denetim kuruluşları da hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış ve yanıltıcı bilgilerden sorumlu tutulmaktadır (İİBT II-5.1, m:25).

2.10. İzahnamenin Yayımlanması, İlan ve Reklamlar

İhraç edilecek tahvile ilişkin izahnamenin hazırlanması kadar hazırlanan izahnamenin ilan ve reklamına ait SPK tarafından çeşitli hükümler ortaya konulmuştur. İhraççı tarafından hazırlanan izahname, SPK tarafından onaylandıktan sonra izahname tebliğinin yirmi yedinci maddesindeki esaslar çerçevesinde yayımlanır. İzahname

onaylandıktan sonra ticaret sicil gazetesinde ilan edilmesini SPK gerekli görmemiştir, ancak izahnamenin nerede yayımlanmış ise bu durum ihraççının ticaret siciline tescil edilmeli ve ayrıca Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmelidir (SPKn., m:7).

İzahnamenin tanıtım ve reklamı konusunda durumu olduğundan daha güzel gösteren yanlış, mübalağalı, mesnetsiz, yanıltıcı bilgilere yer verilmemesi, ihraççıya ve tahvile ilişkin yatırımcının yanlış fikir edinmesine yol açabilecek reklam ve ilan yapılmaması gerekmektedir. Reklamın, ihraççının hazırladığı izahnamede yer alan bilgilerle tutarlı olması gerekmektedir. Reklamın ve ilanın içeriğinde, yatırım kararı izahnamenin muhteviyatında yer alan bilgilerin incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiği bilgisine ayrıca yer verilmelidir (İİBT II-5.1, m:27/1).

Eğer ihraççı şirket, reklamı izahnamenin onaylanmasından önce yapacak olursa bu durumda; ihraççının faaliyet gösterdiği sektör, faaliyet alanları, üretim ya da hizmet alanına ilişkin reklam yapabilmektedir. Reklamın içeriğinde izahnamenin henüz SPK tarafından onaylanmadığı konusunda uyarıcı nitelikte bilgi verilmelidir (İİBT II-5.1, m: 27/2). İzahname, Kurul tarafından onaylanıp ve ilgili yerlerde yayımlandıktan sonra ihraççı, yapılan ilan ve reklamlarda izahnamenin nereden temin edileceği hususunda yatırımcıya bilgi vermelidir.

İzahname, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmasının ardından ihraççı tarafından teslim alınmasını takip eden on beş gün içinde aşağıda belirtilen mecralarda ilan edilebilmektedir (İİBT II-5.1, m:28/3).

- ❖ Tahvil ihracını gerçekleştiren anonim şirketin kendi internet sitesinde,
- ❖ Tahvil ihraççısı şirketin eğer Kamuyu Aydınlatma Platformunda üyeliğinin bulunması durumunda KAP'ta,
- ❖ Eğer mevcut ise yetkili kuruluşunun internet sitesinde,
- ❖ Tüm bunlara ilaveten tahvil ihraççısı şirket SPK tarafından onaylanmış izahnameyi çeşitli basın ve yayın mecralarında yayınlatabilmektedir.

İzahnamenin geçerlilik tarihi, bu izahnamenin ihraççının KAP'ta üyeliği varsa burada ilan edildiği tarihte; eğer KAP'ta üyeliği bulunmuyorsa kendi internet sitesinde ilan ettiği tarihten itibaren başlayacaktır (İİBT II-5.1, m:28/5).

İhraççı şirket, SPK tarafından onaylanan ihraca konu izahnameyi yukarıda anılan yerlerde ilan ettiği tarihten itibaren on beş gün içinde kendi ticaret siciline işletmeli ve TTSG'de ilan ettirmelidir. Buna ek olarak izahnameyi oluşturan ihraççı bilgi dokümanı, özet ve sermaye piyasası aracı notunun ayrı ayrı farklı tarihlerde onaylanması durumunda izahnamenin geçerlilik süresi, en son onaylanan belgenin ilan edilmesi tarihinden itibaren başlayacaktır (İİBT II-5.1, m:28/9).

2.11. İzahnamenin Geçerlilik Süresi ve İzahnamedeki Değişiklikler ve Yeni Hususların İzahnameye Eklenmesi

İhraççı şirket tarafından hazırlanan izahnamede kamunun dikkatine sunulan bilgi ve belgelerde, tahvil satışına başlanılmadan evvel tasarruf sahibi yatırımcıların öngörülerini ve kararlarını önemli ölçüde etkileyebilecek bir durumun mevcut bulunması halinde, bu durumun ihraççı ve halka arza aracılık eden şirket tarafından ivedilikle Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilmesi gerekmektedir. Satış, ihraççı şirket tarafından bu durumlarda durdurulabilir, eğer satış süreci tahvil ihraç eden ve halka arz eden aracı tarafından durdurulmaz ise gerekli görülmesi halinde SPK tarafından satışın durdurulmasına karar verilebilir. İzahnamenin içeriğinde değiştirilmesi ya da eklenmesi istenilen husus, izahnameye eklenerek Kurulun onayına sunulur ve Kurul yedi iş günü içinde bu izahnameyi onaylar ve ivedilikle ihraççı şirket tarafından KAP ve ilgili internet sitesinde yatırımcının bilgisine sunulur.

Tahvil izahnamesi, yukarıdaki değişikliklere uygun olarak güncelliğini kaybetmemesi şartıyla on iki ay boyunca geçerliliğini korumaktadır. Elbette bu süre yani on iki aylık süre bitiminden sonra yeni halka arzlarda ya da tahsisli satışlarda izahname yeniden hazırlanmalı ve Kurulun onayına sunulmalıdır. Daha önce belirtildiği üzere izahname; ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ve özet şeklinde birden fazla belge halinde yayımlanacak olursa izahnamenin geçerlilik süresi ihraççı bilgi

dokümanının Kurul tarafından onaylanmasını takiben başlamaktadır ve her şartta özet ve sermaye piyasası aracı notunun geçerlilik süresi de ihraççı bilgi dokümanının geçerlilik süresini aşmamaktadır (İİBT II-5.1 m:7-24).

2.12. İhraç Belgesi

İhraç belgesi, “Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlamaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belgeyi” ifade etmektedir (İİBT II-5.1, m:4/ğ).

Tertip ihraç belgesi ise ihraç belgesi kapsamında ve ihraç tavanı dâhilinde kalmak koşuluyla tahvilin farklı tarihlerde satışa çıkarılan kısımlarına ilişkin bilgi ve satış koşullarını ihtiva eden belgelerdir. Ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının ihracında hazırlanması gereken ihraç belgesine ilişkin düzenlemeler SPK tarafından yapılmaktadır.

Tahvil ihraççısı şirket, bu ihracı halka arz etmeksizin veya yurt dışında gerçekleştirmek istemesi durumunda şekil ve şartları SPK tarafından belirlenen ihraç belgesi hazırlamalı ve bunu SPK onayına sunmalıdır. İhraç belgesine ilişkin standart format, SPK internet sitesinde yer almaktadır. İhraç belgesi, yatırımcının kolay ve net anlayabileceği ve tahvile ilişkin şartları ve nitelikleri içerecek şekilde hazırlanır (İİBT II-5.1, m:12). SPK tarafından onaylanan ihraç belgesinin geçerlilik süresi, ihraç belgesinin onaylandığı tarihten başlamak üzere bir yıldır.

**YURT İÇİNDE HALKA ARZ EDİLMESİZİN VEYA YURT DIŞINDA İHRAÇ
EDİLECEK ORTAKLIK HAKKI VERMEYEN SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINA
İLİŞKİN İHRAÇ BELGESİDİR**

İşbu İhraç Belgesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun A tarih ve B sayılı kararı ile onaylanmıştır. Bu belge ile verilen ihraç tavamı kapsamında satılacak sermaye piyasası araçları onay tarihinden itibaren C süre ile satılabilir. Ancak bu belgenin onaylanması, ihraçının veya bu belgeye konu sermaye piyasası araçlarının veya bunların fiyatlarının Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve bu sermaye piyasası araçlarında yapılacak işlemlere ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemez. Ayrıca ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının fiyatı ihraççı tarafından belirlenmiş olup, fiyatın belirlenmesinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun herhangi bir takdir ya da onay yetkisi yoktur.

Ortaklığımıza ve işbu İhraç Belgesine konu ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır.

İhraççı unvanı	:	D
İhraççının iletişim adresi ve internet sitesi	:	E
İhraççının ticaret sicili / Ticaret sicil numarası	:	F
İhraca ilişkin yetkili organ kararı / karar tarihi (Genel kurul kararı / Yönetim kurulu kararı)	:	G
İhraç edilecek sermaye piyasası aracı (Sadece biri seçilecek) H	:	<input checked="" type="checkbox"/> Borçlanma Aracı <input type="checkbox"/> Kira Sertifikası <input type="checkbox"/> Gayrimenkul Sertifikası <input type="checkbox"/> VDMK <input type="checkbox"/> İDMK <input type="checkbox"/> VTMK <input type="checkbox"/> İTMK <input type="checkbox"/> Yatırım Kuruluşu Varantı/Sertifikası <input type="checkbox"/> Diğer
İhraç türü I	:	<input type="checkbox"/> Yurt içinde halka arz edilmeksizin <input type="checkbox"/> Tahsisli satış <input type="checkbox"/> Nitelikli yatırımcıya satış <input type="checkbox"/> Yurt dışı satış
Bu belge kapsamında ihraç edilebilecek sermaye piyasası araçlarının ihraç tavamı	:	İ
İhraççının finansal raporlarının yatırımcılara iletirme yöntemi	:	J

Kanuni yetki ve sorumluluklarımız dahilinde ve görevimiz çerçevesinde bu İhraç Belgesinde yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmadığını beyan ederiz.

İhraççı
... A.Ş. Yetkilisi/Yetkilileri
Adı, Soyadı, Görevi, İmza

Resim 2.1. İhraç Belgesi Örneği

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLKGp4gF>

İhraç belgesinin muhteviyatında ihraççı şirketin unvanı, ticaret sicili ve numarası, ihraca ilişkin yetkili organ kararının tarihi, ihraç edilecek olan sermaye piyasası araçlarının içinden birinin seçilmesi ki konu tahvil olduğundan tahvil seçeneğinin işaretlenmesi, ihraç türü olarak yurt içinde halka arz edilmeksizin mi yoksa yurt dışına mı ihraç edileceği, ihraç edilecek olan tahvilin ihraç belgesi kapsamında ihraç tavanı, ihraççı şirketin finansal raporlarının yatırımcılara hangi haberleşme kanalıyla ulaştırılacağı ve en nihayetinde ihraççı şirketin temsile yetkili en az iki imza mevcut bulunur. Yukarıdaki resimde, ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir ihraç belgesi örneği bulunmaktadır. Konu itibarıyla bu araçlardan tahvil ele alınacağı için anlatım tahvile yönelik olarak sürdürülecektir.

Yukarıdaki resimde verilen ihraç belgesi örneğine göre, ihraç belgesi hazırlayıcıları tarafından boşluklarda yer alan harflere karşılık şu bilgileri açıklarlar;

- ❖ A: Sermaye Piyasası Kurulunun ihraç belgesini onayladığı tarih,
- ❖ B: Sermaye Piyasası Kurulunun ihraç belgesini onayladığı sayı,
- ❖ C: Daha önce de ifade edildiği gibi tahvile ilişkin ihraç belgesinin SPK tarafından onaylandığı tarihten geçerlilik süresi bir yıldır.
- ❖ D: İhraççının esas sözleşmedeki unvanı,
- ❖ E: İhraççının birden fazla internet sitesi bulunması halinde tescil edilen web sayfası bu bölümde belirtilir.
- ❖ F: İhraççının hangi ilin ticaret siciline kayıtlı olduğu ve ticaret sicil numarası,
- ❖ G: Tahvil ihracına karar veren yetkili organ, bu genel kurul ya da yönetim kurulu olabilir. Alınan bu karar tarih ve sayısı bu bölüme işlenir.
- ❖ H: İhraç belgesinin bu bölümünde tahvil ihraç etmek isteyen şirket borçlanma aracı seçeneğini işaretler.
- ❖ I: Tahvilin yurt içinde halka arz edilmeksizin mi satılacağı yoksa yurt dışına mı satılacağı belirlenir ve ilgili kutucuk işaretlenir.
- ❖ İ: Burada ihraç edilecek olan tahvil ile ilgili daha önceden belirlenen ihraç tavanı belirtilir.

- ❖ J: İhraççı şirket, finansal raporlarını yatırımcı ile hangi haberleşme kanalı ile paylaşacağı ki bu e-posta, iadeli taahhütlü posta ya da KAP aracılığıyla olabilmektedir.

İhraççı şirket tarafından hazırlanan bu ihraç belgesi, eğer yurt içinde halka arz edilmeksizin satışa sunulacak ise bu durumda ihraç belgesi ile standartları yine SPK tarafından belirlenen ihraç belgesi eki düzenlenir. Bu ek belgede, yukarıda ihraç belgesinde izah edildiği üzere H bölümünde belirtilen sermaye piyasası araçları türlerinden olan borçlanma aracının cinsi belirtilerek hangi borçlanma aracının ihracının yapılacağı bilgisine yer verilir. Buna ek olarak ihraç edilecek olan tahvilin birim nominal değeri, eğer varsa kredi derecelendirme kuruluşlarından alınan derecelendirme notları, ihraç edilecek olan tahvilden elde edilen fonun nerede kullanılacağı, tahvilin itfa tarihi, erken itfa edilip edilemediği gibi ek bilgiler yatırımcı ile paylaşılmalıdır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, yurt dışına ihraç edilecek olan tahvillerde bu ihraç belgesi ekinin düzenlenmeyeceğidir.

2.12.1. İhraç belgesinin SPK tarafından onaylanması için gerekli belgeler

Daha önce bahsedildiği üzere, izahname hazırlanması gerektirmeyen durumların varlığı neticesinde ihraç edilecek olan tahvile ilişkin bir ihraç belgesi düzenlenmesi ve bunun SPK tarafından onaylanması gerektiği belirtildi. Tahvil ihraç etmek isteyen şirketin tahvile ve ihraççıya ilişkin bilgileri içeren ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması için aşağıda yer alan belgeler ile SPK'ya başvurmak zorundadır (BAT VII- 128.8, Ek:2).

- ❖ “Başvuru formu ve başvuru formunda yer alan finansal tablolar itibarıyla finansal tablolardaki önemli kalemlere ilişkin açıklama (yıldan yıla finansal tablo kalemlerinde görülen önemli artışların/azalışların nedenleri hakkında detaylı bilgi, mali oran analizi, finansal durumu etkileyebilecek hususlar hakkında bilgiler ile bankalarda sermaye yeterliliği rasyosu ve sektör karşılaştırmasına ilişkin bilgi verilecektir),
- ❖ Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş, ihraççıyı temsile yetkili kişilerce imzalı esas sözleşme,
- ❖ İhraççının ve varsa yetkili kuruluşun noter onaylı imza sirküleri,
- ❖ Borçlanma araçlarının satış ve varsa garantörlük esasları hakkında bilgi, garantör tarafından Kurula ve ihraççıya hitaben yazılacak yazı ve garantiyi veren tüzel kişinin konuya ilişkin yetkili organ kararının noter onaylı örneği veya ilgili birim yazısı,
- ❖ Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ihraç belgesi,
- ❖ Yurt dışı ihraçlar için tertip ihraç başvurusunu yapmak üzere belirlenmiş olan güvenli elektronik imza sahibi kişilere ilişkin bilgiler (adı, soyadı, T.C. kimlik numarası, iletişim bilgileri)”

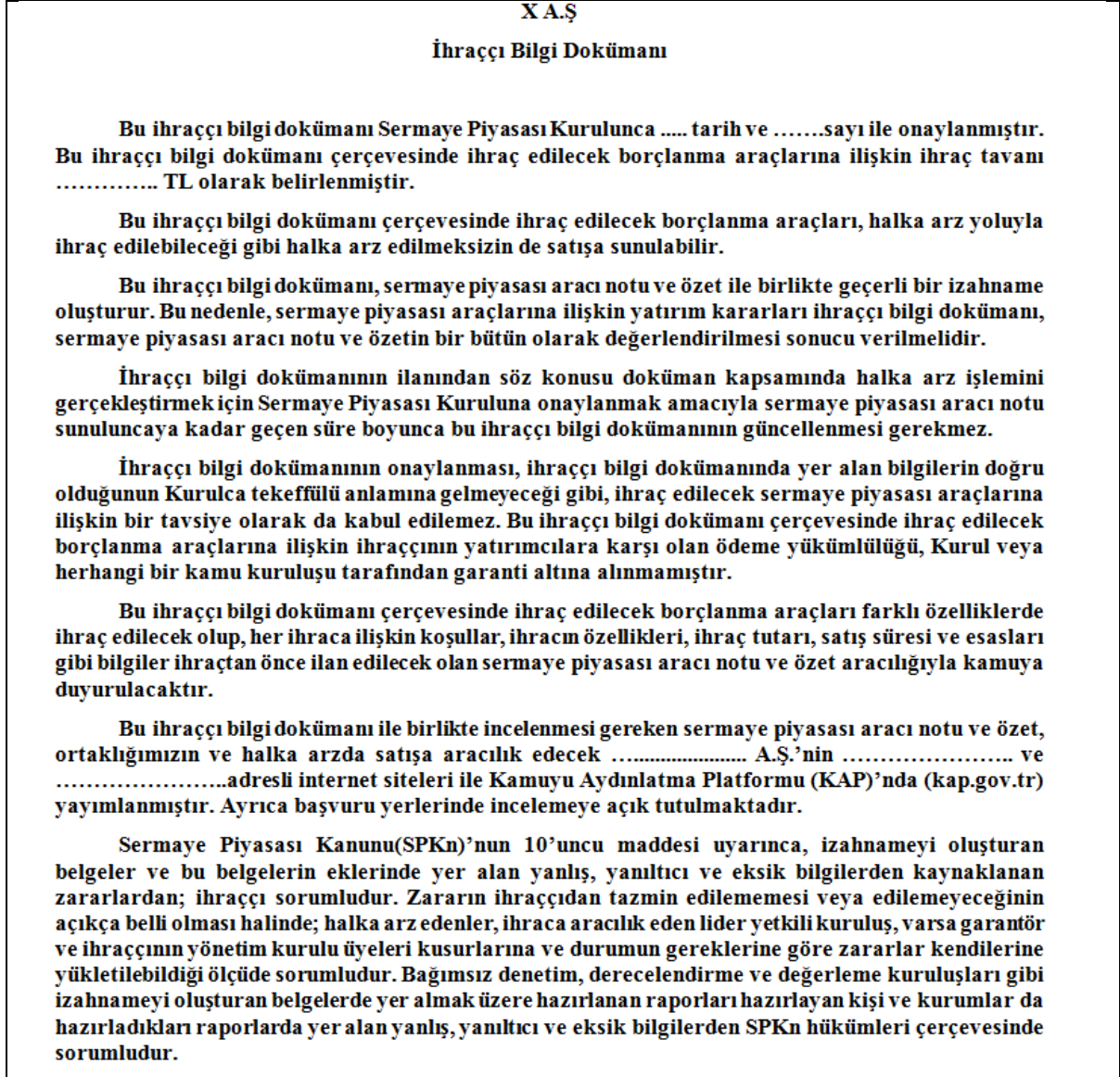
3. İZAHNAMEYİ OLUŞTURAN İHRAÇÇI BİLGİ DOKÜMANI, SERMAYE PİYASASI ARACI NOTU VE İZAHNAME ÖZETİNİN HAZIRLANMASI

3.1. İhraççı Bilgi Dokümanı

Geçerli bir izahnamenin üç temel ayağından ilkinin ihraççı bilgi dokümanı oluşturmaktadır. Bu doküman aracılığıyla şirketin ihraç edeceği tahvile yatırım yapmak isteyen tasarruf sahibine ihraççı şirketin faaliyetleri, sermayesi, finansal durumu ve kârlılığı gibi hususlar hakkında bilgi verilmektedir. Tahvil yatırımcısı, şirketi bu doküman aracılığıyla tanıma fırsatına erişmektedir. SPK, ihraççı bilgi dokümanının nasıl hazırlanacağını yayınladığı “*Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak İzahname*” kılavuzunda belirtmiştir. İzahnameyi hazırlayanlar, ihraççı bilgi dokümanının içeriğini standart formattaki bu kılavuza göre düzenlemektedirler. İhraççılar, dokümanı oluştururken hakkında herhangi bir bilgi bulunmayan başlıkların altına “Yoktur” ibaresini yazmak durumundadırlar. Tahvil ihracını halka arz ederek gerçekleştirmek isteyen şirketlerin hazırlamak zorunda oldukları izahnameyi oluşturan ihraççı bilgi dokümanı, on sekiz bölümden oluşmaktadır. Bu bölümde, ihraççıların hazırlayacakları dokümanın nasıl düzenlenmesi gerektiğine ilişkin hususlardan önemli olan bölümler incelenerek konuya açıklık getirilecektir. İhraççı Bilgi Dokümanı Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz ilerleyen bölümlerde kısaca [İBDK] olarak anılacaktır.

İhraççı bilgi dokümanının muhteviyatında şirketin geleceğe yönelik açıklamaları, borsa görüşü, dokümanın sorumluluğunu üstlenen kişiler, finansal bilgiler, bağımsız denetçiler, tahvil ihraççısı şirketin faaliyetleri hakkında bilgiler, kâr tahminleri gibi hususlar bulunmaktadır. Şirketin ihraç edecek olduğu tahvile yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri, bu dokümanındaki bilgileri inceleyerek ihraççı şirket hakkında bilgi sahibi olabilmektedir. Yatırımcının bu dokümanın muhteviyatında bulunan bilgi ve belgelerin ışığında yatırım kararı verebilmesi, bu dokümanın açık net ve anlaşılır bir biçimde ihraççı tarafından hazırlanması ile mümkün olmaktadır.

İhraççı bilgi dokümanına ait giriş metni aşağıdaki resimde gösterilmektedir. SPK kılavuzunda yer alan bu standart giriş metninde yer alan dokümanın SPK tarafından onay tarih ve sayısı, ihraç edilecek tahvile ilişkin ihraç tavanı, ihraç için halka arza aracılık eden aracı şirketin unvanı ve ihraççının internet sitesi bilgilerine yer verilerek giriş metni oluşturulur (İhraççı Bilgi Dokümanı Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz [İBDK]).



Resim 3.1. İhraççı Bilgi Dokümanı Giriş Metni

Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xLKGp4gF>

İhraççı bilgi dokümanının her sayfası, ihraççı şirket ve ihraca aracılık eden şirket yetkilileri tarafından imzalanır. Bununla birlikte hazırlanan dokümana SPK tarafından

onay verildiğinde bu dokümanın her sayfasında SPK onay mührü yer alır. Yukarıdaki resimde verilen giriş metninin son paragrafı incelendiği takdirde, SPK'nın bu dokümanı onaylamış olması ilgili dokümanda yer alan bilgilerin doğru olduğu ve SPK tarafından bu duruma kefil olunmadığı bağlamında bir durum ortaya çıkmaktadır. Yani tahvile yatırım yapmak isteyen yatırımcıların, bu dokümanın SPK tarafından onaylanmış olması durumunu bir garanti olarak görmemeleri gerektiği ortaya çıkmaktadır.

İhraççı bilgi dokümanında, tahvil ihraç edecek olan şirketin geleceğe yönelik kâr beklentileri, risk faktörleri, geleceğe yönelik faaliyetlerine ilişkin durumlar ele alındığından bu gibi durumlar birer öngörüdür ibaret olduğu için ihraççı kesin bir husus ifade etmemektedir. Yatırımcının, bu durumları göze alırken bunların tahminlerden ibaret olduğunu bilmesi gerekmektedir. Bu itibarla ihraççı bilgi dokümanında aşağıdaki ifadeye, geleceğe yönelik açıklamalar kısmında yer verilmesi bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır (İBDK).

“Bu ihraççı bilgi dokümanı, “düşünülmektedir”, “planlanmaktadır”, “hedeflenmektedir”, “tahmin edilmektedir”, “beklenmektedir” gibi kelimelerle ifade edilen geleceğe yönelik açıklamalar içermektedir. Bu tür açıklamalar belirsizlik ve risk içermekte olup, sadece ihraççı bilgi dokümanının yayım tarihindeki öngörülerini ve beklentilerini göstermektedir. Birçok faktör, ihraççının geleceğe yönelik açıklamalarının öngörülenden çok daha farklı sonuçlanmasına yol açabilecektir”.

3.1.1. İhraççı bilgi dokümanı içindekiler bölümü

İhraççı bilgi dokümanının on sekiz maddeden oluşan içindekiler bölümü geleceğe yönelik açıklamalar, borsadan ve diğer kurumlardan alınan görüşler bölümünden sonra aşağıda gösterildiği gibi sıralanmaktadır. İçindekiler bölümünde doküman hazırlayıcıları, ilgili bölüm başlıklarının hangi sayfada yer aldığını belirtmelidir (İBDK).

- 1) “İhraççı Bilgi Dokümanının Sorumluluğunu Yüklenen Kişiler,
- 2) Bağımsız Denetçiler,
- 3) Seçilmiş Finansal Bilgiler,
- 4) Risk Faktörleri,
- 5) İhraççı Hakkında Bilgiler,
- 6) Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler,
- 7) Grup Hakkında Bilgiler,
- 8) Eğilim Bilgileri,
- 9) Kâr Tahminleri ve Beklentileri,
- 10) İdari Yapı, Yönetim Organları ve Üst Düzey Yöneticiler,
- 11) Yönetim Kurulu Uygulamaları,
- 12) Ana Pay Sahipleri,

- 13) İhraççının Finansal Durumu ve Faaliyet Sonuçları Hakkında Bilgiler,
- 14) Diğer Bilgiler,
- 15) Önemli Sözleşmeler,
- 16) Uzman Raporları ve Üçüncü Kişilerden Alınan Bilgiler,
- 17) İncelemeye Açık Belgeler,
- 18) Ekler.”

İhraççı bilgi dokümanının birinci bölümünde, tahvil ihraç edecek şirketin temsile yetkili kişiler ve bu ihraca aracılık edecek şirketin yetkilisi bulunan kişilerin adı soyadı, unvanı, görevleri ve dokümanın hangi bölümlerinden sorumlu olduğu belirtilmektedir. Bu kişilerin dokümandan sorumlu olduğu kısımlar belirtilerek dokümanın içeriğindeki bilgi ve verilerin geçerliliği ve doğruluğu hakkında bir beyan verilmektedir (İBDK).

Dokümanın ikinci bölümünde tahvil ihraççısının finansal tabloları, yatırımcılara bir fikir sunabilmesi amacıyla bağımsız denetim şirketleri tarafından incelenip bir değerlendirme yapılmaktadır. Bu başlık altında, “İhraççı Bilgi Dokümanı” içinde bulunması gereken mali tabloları inceleyen bağımsız denetim şirketlerinin ticaret unvanları ve adresleri ile sorumlu ortak baş denetçinin/denetçilerin adı ve soyadına yer verilmektedir. Tahvil ihraç edecek olan şirketin ihraççı bilgi dokümanında bulunması zorunlu olan mali tablolarını inceleyen bağımsız denetçinin görevden çekilme ya da görev değişikliği durumları mevcut ise bu husus açıklanır. Finansal tabloları inceleyip görüş bildiren bağımsız denetçi değişmemiş ise bu durum belirtilerek bu bölüme ilişkin açıklamalar yapılır (İBDK).

Dokümanın üçüncü bölümü, SPK'nın ihraççı bilgi dokümanında bulunmasını istediği muhasebe standartlarına göre hazırlanmış finansal tablolardan önemli bulunan kalemlerin bir arada gösterilmesini kapsamaktadır. İhraççı, hazırlanan finansal tablolardan seçeceği kalemlerin değerini Türk Lirası cinsinden yazmak durumundadır ve her ne suretle olursa olsun bu finansal kalemlere ilişkin herhangi bir değerlendirme yapılmaz. SPK kılavuzunda bu bölümde belirtilmesi gereken standart finansal kalemler dönen varlıklar, duran varlıklar, kısa ve uzun vadeli yükümlülükler, aktif toplamı ve öz kaynaklardan oluşmaktadır. Bunlara ek olarak, elbette şirketlerin faaliyet konuları birbirinden farklı olduğu ve finansal kalemlerin önem derecesi şirketten şirkete değişebileceği için bu standart kalemlere önemine binaen arzu edilen kalemler eklenebilmektedir. Örneğin tahvil

ihraç edecek olan bir banka için mevduatlar, menkul kıymetler, para piyasasından borçlanmaları, piyasaya vermiş olduğu krediler, faiz gelirleri veya giderleri, bankacılık faaliyetleri yürütülürken elde edilen komisyon kalemleri önem teşkil etmektedir. Bunun gibi ihraççı, faaliyet alanına yönelik önem atfeden finansal kalemlerden bahsetmelidir (İBDK).

Dokümanın dördüncü bölümünde, ihraççı tarafından ihraca konu olan tahvilin kupon faiz ödemeleri ve anapara ödemeleri yükümlülüğünü yerine getirmede ortaya çıkabilecek risk faktörlerine yer verilmektedir. Tasarruf sahibi yatırımcı, yatırım kararı alırken kendisini ne tür risklerin beklediği hususunda ihraççı tarafından geniş içerikli bilgiler yatırımcı ile paylaşılmaktadır; ancak bu kısımda ihraççı oluşabilecek risk faktörlerine karşı alacağı risk politikalarına yer veremeyeceği hükmü SPK izahname hazırlama kılavuzuna işlenmiştir. Yine kılavuza göre bu başlığın altında *“İşbu ihraççı bilgi dokümanı çerçevesinde ihracı yapılacak olan borçlanma araçlarına ilişkin ihraççının yatırımcılara karşı olan ödeme yükümlülüğü herhangi bir kamu kuruluşu tarafından garanti altına alınmamış olup, yatırım kararının, ihraççının finansal durumunun analiz edilmesi suretiyle verilmesi gerekmektedir.”* cümlesinin yer alması gerekmektedir (İBDK).

İhraççı, şirketin faaliyet gösterdiği sektörün kendine has özelliklerine göre mali durumunu etkileyebilecek risk faktörlerinden bahseder. Mesela genel itibarıyla Türkiye’de çoğu şirket kurda meydana gelen ani dalgalanmalar, piyasa faiz oranlarının etkisi, yurt dışı bazı çapraz döviz kuru fiyatları, kredi riski, likidite riski, sermaye riski, şirketin piyasadaki algısına ilişkin riskler, almış olduğu kararlardan oluşan strateji riski, marka imajı riski, yasal ve politik kaynaklı mevzuata dayalı vb. risk faktörlerine sahiptir ve bu risk faktörleri şirketin mali yapısını olumsuz etkileyerek şirketin yükümlülüklerini yerine getirme noktasında olumsuzluklar ortaya çıkarabilir. İhraççı, bu faktörlere ait risk içeriğini yatırımcı ile paylaşmalıdır.

Dokümanın beşinci bölümünde, tahvil ihraççısı şirketin bir nevi şeceresi anlatılmaktadır. Bu kısımda bulunması gereken bilgiler diğer alt başlıklara dayanılarak hazırlanmaktadır. Şirketin unvanı, kuruluş tarihi, adresi, nerede kurulduğu buna ek olarak kuruluşun günümüze ne gibi faaliyetler ve işlemlerin gerçekleştirildiği bilgilerine yer

verilebilir. Yine bu bölümde ihraççı daha önce belirtilen risk faktörlerine ek olarak son dönemlerde tahvil sahiplerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmede etki oluşturabilecek olaylar, durumlar ve gelişmeler hakkında bilgi vermelidir.

İhraççı şirketin, ihraççı bilgi dokümanında yer alan finansal dönemler itibarıyla yapmakta olduğu yatırımlara ilişkin bilgiler burada açıklanır. Önem derecesi olan yatırımların tutarları ile birlikte yatırımların ne kadarının tamamlandığı ve bu yatırımların nasıl finanse edildiği ile ilgili bilgiler belirtilir. Bu bölümün alt başlıklarında, ihraççının ileriye yönelik olarak yapmayı planlandığı yatırımlar hakkında da bilgi verilebilir. Eğer böyle bir yatırım ve planlanan yatırımlar mevcut değilse “YOKTUR” ibaresine yer verilir (İBDK).

Dokümanın yedinci bölümünde; ihraççının herhangi bir gruba dâhil olması durumunda, grup şirketlerinin faaliyet konuları, ihraççıyla olan ilişkileri ve ihraççının grup içindeki yeri hakkında kısaca bilgi verilmektedir. Tahvil ihraççısı, şirketin faaliyetlerini herhangi bir grup çatısı altında göstermesi durumunda grup şirketlerinin de işgal alanları hakkında ve grup şirketleri ile olan çeşitli ilişkileri hakkında kısaca bilgi vermelidir. Mesela Türkiye’ de faaliyet gösteren anonim şirket statüsündeki bir X BANKASI A.Ş.’nin; X Hayat ve Emeklilik A.Ş., X Sigorta A.Ş., X Finansal Kiralama A.Ş., X Yatırım Menkul Değerler A.Ş., X Portföy Yönetimi A.Ş., X Katılım Bankası A.Ş., X Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. vb. bağlı iştirakleri mevcut bulunsun. X BANKASI A.Ş. tahvil ihraç etmek istediğinde hazırlaması gereken ihraççı bilgi dokümanında bu iştiraklerinde faaliyet konuları, ihraççının bu grup şirketleriyle ilişkileri hakkında bilgi vermelidir (İBDK).

Dokümanın sekizinci bölümünde, tahvil ihraççısının içinde bulunduğu hesap yılına dönük faaliyetlerini büyük ölçüde değiştirebilecek etkileyebilmesi muhtemel belirsizlik eğilimleri varsa burada belirtilmelidir. Yine tahvil ihraç eden banka örneğini sürdürülm, bilindiği gibi bankaların en önemli geliri kullandığı kredilerden elde ettiği faiz ve komisyon gelirleridir. Piyasalarda meydana gelen oynaklıklar, doğrudan ve dolaylı olarak banka kredi ve fonlama maliyetlerinin artmasına ayrıca mevduat faiz oranların artmasına yol açarak bankanın üzerine ek maliyetler getirerek kârlılık üzerinde olumsuz etki

yapabilir. İşte bu başlık altında ihraççı, faaliyet gösterdiği sektördeki belirsizliklere, beklentilere büyük ölçüde tesir edebilecek eğilimler hakkında bilgi vererek tahvil yatırımcısının bilgi sahibi olmasına olanak tanımaktadır (İBDK).

İhraççı bilgi dokümanının onuncu bölümünde, ihraççı şirketin yönetim organları ve üst düzey yöneticileri hakkında bilgiler verilmektedir. İhraççının yönetim organizasyon yapısı içindeki yöneticilerin ve yönetim kademelerinin karşılıklı ilişkileri şematik olarak belirtilmelidir. Örneğin yönetim kuruluna bağlı olarak görevlerini ifa eden genel müdür, genel müdür yardımcıları, finansman müdürü vb. yönetim kademeleri burada şematik olarak gösterilmektedir. Yine bu bölümde, yönetim kurulunda görev alan kişilerin adı soyadı, şirketteki görevleri, görev süreleri ve sermaye payları belirtilir (İBDK).

Şirketler, faaliyetlerini kolaylaştırmak ve iş bölümünü oluşturmak adına kendi bünyesinde çeşitli komiteler kurmaktadır. Her komite kendi ilgi alanına yönelik çalışmalar yapmaktadır. Yönetim kurulu, işlerin gidişini izlemek, kendisine sunulacak konularda rapor hazırlamak, kararlarını uygulamak veya iç denetim amacıyla içlerinde yönetim kurulu üyelerinin de bulunabileceği komiteler ve komisyonlar kurabilir (6102 sayılı TTK, m:366). Aynı kanununun 375. maddesine “Devredilemez Görevler ve Yetkiler” başlığı altında sıralanan maddeler için komiteler oluşturulmalıdır. Anonim şirketlerde genellikle Denetim Komitesi, Kurumsal yönetim Komitesi, Ücret Komitesi vb. komiteler bulunmaktadır. Ticari bir bankada örneğin aktif pasif komitesi, kredi komitesi vb. bulunabilir. İhraççı, mevcut olan komitelerin görev ve yetkilerini burada her bir komiteyi ayrı ayrı izah etmelidir. Komiteler ile ilgili bilgiler verildikten sonra komite üyelerinin adı soyadı, görevi ve açık adresi yazılmalıdır.

Dünyada ve Türkiye’de yaşanan şirket skandalları, finansal sistemlere olan güvenin azalmasına yol açmaktadır. Bundan dolayıdır ki SPK, Türkiye’de sermaye piyasasında şirketlerin kötü yönetiminden kaynaklı bir olumsuzluğun finansal sisteme tesir etmesini minimize etmek adına anonim ortaklıkların uymakla zorunlu olduğu kurumsal yönetim ilkeleri benimsemiştir. SPK, kurumsal yönetim ilkelerine oldukça önem vermektedir. Bu bağlamda Temmuz 2003 yılında kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin bir yayınlama yapmıştır. Şu an 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Kurumsal

Yönetim Tebliği II-17.1 yürürlükte olup, anonim ortaklıkların uyması gereken kurumsal yönetim ilkeleri burada belirtilmektedir. SPK kurumsal yönetim ilkeleri dört temel ilkedен müteşekkildir. Bunlar pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kuruludur. İhraççı şirket, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması noktasında yapmış olduğu faaliyetler hakkında bilgi vererek dokümanın on birinci bölümünü oluşturmaktadır.

3.2. Sermaye Piyasası Aracı Notu

Sermaye piyasası aracı notu; ihraççı bilgi dokümanı ve özet ile geçerli bir izahnameyi oluşturan ihraç edilecek olan tahvile ilişkin bilgiler içeren bir belgedir. Sermaye Piyasası aracı notu ve ihraççı bilgi dokümanındaki bilgiler özetin hazırlanmasında ana belgeleri oluşturmaktadır. Tahvil ihraççısı şirket, Sermaye piyasası aracı notu düzenleme sürecinde SPK'nın yayınladığı bu notun hazırlanmasına ilişkin kılavuzdaki ana başlık ve alt başlıkları kılavuzdaki yönergelere göre düzenlemek zorundadır. Kılavuzdaki başlık içeriğine ilişkin bilgi bulunmaması durumunda ilgili başlık ve alt başlıklarda “Yoktur” ifadesi kullanılır. Genel olarak sermaye piyasası aracı notu; tahvile yatırım yapacak olan tasarruf sahibine, yatırım yapacağı tahvile ilişkin bilgileri risk faktörleri, tahvile yönelik bir garanti ve garantör varsa bunlara ilişkin bilgiler, tahvil yatırımcısının karşılaşacağı vergiler vb. konular hakkında bilgi verme işlevini yerine getirmektedir.

Sermaye Piyasası Aracı Notuna ilişkin yapılacak olan anlatımlar, SPK tarafından yayınlanan “*borçlanma araçlarının halka arzında kullanılacak sermaye piyasası aracı notu formatı ve hazırlanmasına ilişkin kılavuz*” undan yararlanılarak sürdürülecektir. Bu notun hazırlanmasında, bu standart yapılı kılavuzun kullanılması esas olduğu için kılavuzdaki başlık ve alt başlıkların içeriklerine sadık kalınarak okuyucunun bilgisine sunulmuştur. İlgili kılavuz ilerleyen bölümlerde kısaca [SPANK] olarak belirtilecektir.

Hazırlanacak olan sermaye piyasası aracı notunun başlangıcı, “İçindekiler”, “Kısaltma ve Tanımlar” ile “İhraççı Bilgi Dokümanında Yer Verilen Görüşler ve Onaylar Dışındaki Görüşler/Onaylar” ana başlıklarından sonra aşağıdaki bölümlerden meydana gelmektedir. İhraççı bilgi dokümanına ilişkin yapılan çalışmadan hatırlanacağı üzere,

ihraççı bilgi dokümanında Borsa görüşü ve ihraççının faaliyet gösterdiği sektörde düzenleyici ve denetleyici kurumdan bir görüş alınmakta idi. Sermaye piyasası aracı notunda, ihraççı bilgi dokümanında alınan görüş ve onaylardan başka bir görüş var ise burada belirtilir; eğer ekstra görüş bulunmuyorsa belirtilmelidir (Sermaye Piyasası Aracı Notu Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz [SPANK]).

1. “Sermaye Piyasası Aracı Notunun Sorumluluğunu Yüklenen Kişiler,
2. Risk Faktörleri,
3. Temel Bilgiler,
4. İhraç ve Halka Arz Edilecek Borçlanma Araçlarına İlişkin Bilgiler,
5. Halka Arza İlişkin Hususlar,
6. Borsada İşlem Görmeye İlişkin Bilgiler,
7. Garanti Hükümleri ve Garantöre İlişkin Bilgiler,
8. Diğer Bilgiler,
9. Borçlanma Araçları ile İlgili Vergilendirme Esasları,
10. İncelemeye Açık Belgeler,
11. Ekler.”

Sermaye piyasası aracı notunun birinci bölümünde, tahvil ihraççısı şirketi temsile yetkili kişilerin adı soyadı, ihraççı şirketteki görevleri, unvanları ve imzaları yer alır. Bu kişilerin notun tüm sayfalarını da imzalaması gerekmektedir. Notun başlangıç kısmında aşağıdaki ifade aynen yer alarak ilgili kişilerin notta belirtilen bilgi ve belgelere ilişkin sorumluluk beyanına yer verilir (SPANK).

“Kanuni yetki ve sorumluluklarımız dâhilinde ve görevimiz çerçevesinde bu sermaye piyasası aracı notunda ve eklerinde yer alan sorumlu olduğumuz kısımlarda bulunan bilgilerin ve verilerin gerçeğe uygun olduğunu ve sermaye piyasası aracı notunda bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.”

Notun ikinci bölümünde, şirketin tahvilini satın almak isteyen yatırımcılara, yatırımlarına konu olan tahvil ile ilgili belli başlı riskler belirtilir. Daha öz bir ifadeyle yatırımcının, tahvil sahibi olmak ile hangi risk faktörlerine maruz kalacağı belirtilmelidir. Yatırımcının, tahvile ilişkin yatırım yapıp yapmama noktasında kendisine bilgi sunulmasını teminen ihraççı bu risk faktörlerini ayrıntılı bir şekilde yatırımcı ile paylaşmalıdır. Örneğin Türkiye’de tahvilin ikinci el piyasada el değiştirmesi durumunda yatırımcılar, piyasa faiz oranlarının yükselmesi durumunda tahvilin fiyatının düşeceği gerçeği karşısında ya da yatırımcının acil nakde ihtiyaç duyduğunda tahvilleri vadesinden önce uygun bir fiyata satamayabileceği konusunda bilgilendirilebilir. Bu riskler, örneğin likidite riski, ödememe riski, piyasa riski, diğer riskler vb. şeklinde sınıflandırılarak

yatırımcıya yapacağı yatırım ile ilgili net bilgiler sunulmalıdır. Bu kısımdaki açıklamalar, “Özet”in dördüncü bölümündeki Risk Faktörleri başlığının açıklanmasında kaynak olarak kullanılır.

Notun üçüncü bölümünde halka arza ilişkin bilgiler incelenir. Bilindiği gibi tahvilin halka arz edilmesi durumunda bu arza aracılık eden şirketin olması gerekmektedir. İhraççı şirket, halka aracılık eden şirketlere arzın gerçekleşmesi durumunda belli komisyonlar ödemektedir. Halka arzın başarısı ölçüsünde danışmanlara vb. kişilere de menfaat sağlanabilmektedir. Bunun gibi halka arz işlemleri sürecinde, ihraççının yapmış olacağı ödemeler ve komisyonlar burada belirtilmelidir. Bu kısımda yapılacak olan açıklamalar, “Özet”in 5.3 bölümündeki başlığın açıklanmasına yardımcı olacaktır. Yine notun üçüncü bölümünde, ihraççı şirketin tahvil ihracından elde edeceği fonu nerede kullanacağına ilişkin bir açıklama istenmektedir. Bir nevi yatırımcının ihraççıya benim sana sağlayacağım uzun vadeli kaynağı nerede kullanacaksın sorusuna cevap aranmaktadır. Mesela bir ticari banka, işletmeler kredi kullanırken bunun işletme sermayesine mi gideceği, makine ve teçhizat mı alacağı yoksa şirket yöneticilerinin keyfi kullanimlarına mı yönlendirileceğini bilmek ister; çünkü işletmenin esas faaliyetlerine yönlendirilmeyen kredilerin batık kalma riski yüksek olmaktadır.

Yatırımcılar, ihraççılara sağlayacağı kaynakların nerede kullanılacağını bilmeleri, ihraççının tahvil anapara ve tahvil faizlerini ödeme noktasında temerrüde düşüp düşmeyeceği noktasında ufak da olsa bir bilgi sunmaktadır. Ancak ihraççının, tahvil ile elde edeceği uzun vadeli bu fon kaynaklarını bu başlık altında belirttiği yerlerin dışında kullanması noktasında bir bağlayıcılık bulunmamaktadır. Tahvil ihraç ederek sermaye piyasasından fon temin etmek belli başlı avantajları beraberinde getirmektedir. Örneğin bir ticari banka, asıl faaliyeti olan kredi kullandırma işini piyasadan topladığı mevduatlar ile sağlamaktadır. Mevduatlar, banka bünyesinde vadeli ve vadesi mevduatlar olarak tutulabilir. Vadeli mevduatlara yatırılan paralar daha çok kısa vadeden oluşmakta, piyasa faiz oranları yükseldiğinde ya da mudiler tarafından cazip bir yatırım kaynağı bulunduğu bankadan çıkış olmaktadır. Bununla birlikte, vadesiz mevduatlar çoğunlukla serseri bir kurşun gibi olup bankanın asıl faaliyetlerini sürdürmek için çok az güvenebileceği bir kaynaktır. Ancak tahvil ihraç ederek borçlanan bir banka, tahvilin

anapara ve faiz ödemeleri noktasında uzun bir süreye sahip olmakla birlikte plan ve programların yapılmasında mevduat ürünlerine göre daha avantajlı olmaktadır. Mesela, piyasa faiz oranlarının arttığı dönemlerde mevduata ödenen faiz oranları haliyle artış göstermekte bu da bankanın kredi faizlerinin artışına yol açmakta ancak tahvil ile borçlanıldığında piyasa faiz oranları artış gösterse dahi kupon faiz oranı sabit ise banka için rekabet açısından çok daha avantaj sunar. Örnekte verilen bankacılık sektörü için fon kaynağı oluşturmada bir çeşitlendirme sağlanabilmektedir. İşte ihraççı şirket, bu bölüm başlığı altında tahvil ihraç ederek elde edeceği nasıl ve nerede kullanmak istediği noktasında yatırımcıya belli başlı noktalarda bilgilendirme yapmalıdır. Ek olarak bu bölümde izah edilen hususlar, “Özet”in 5.1 nolu bölümüne kaynak oluşturmaktadır.

Notun dördüncü bölümünde ihraç ve halka arz edilecek olan tahvile ilişkin bilgiler incelenir. Borçlanma aracının türü, ISIN kodu, tahvilin nama ya da hamiline mi yazılı olduğu ve bilindiği gibi borçlanma araçlarını kaydi olarak izleyen kuruluş olan Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun unvanı ve adresi belirtilir. MKK’nın kılavuzdaki “Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., Askerocağı Cad. Süzer Plaza No:1-15, Kat:2 34367, Elmadağ-Şişli/İSTANBUL” adresi aynen yazılır. ISIN kodu eğer sermaye piyasası aracı notunun hazırlandığı tarih itibarıyla bir ihraç söz konusu değilse daha sonra Takasbank’tan elde edilir (SPANK). Türkiye’de yerleşik ihraççılar, tahvil ihracına ilişkin Sermaye Piyasası mevzuatına tabidirler. İhraççı şirket burada, tahvil ihracının sermaye piyasasının hangi mevzuatı uyarınca yapılacağını belirtmelidir. Halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecek olan tahvillere yönelik talep toplama vb. esaslar, SPK’nın 28 Haziran 2013 tarihinde yayınladığı II-5.2 nolu Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Burada tahvilin işlem göreceği borsa, Kesin Satın Alıma ilişkin saatler ve emir büyüklükleri ile ilgili bilgiler notun 4.2 nolu bölümünde açıklanır.

Yine notun 4.5 nolu bölümünde, tahvil ihraççısının borçlarını yerine getirememesi durumunda tahvil yatırımcısı yargı yoluna başvurmak suretiyle alacağını tahsil edebileceğine ilişkin bilgilere yer verilir. Ancak burada belirtilmesi gereken, tahvil alacağının İcra ve İflas hukukunda adi borç senetleri hükümlerine tabi olduğudur. Tahvil borcu, İcra ve İflas Kanununun 206. maddesinin dördüncü fıkrasında “imtiyazlı olmayan diğer bütün alacaklar” arasında yer almaktadır. İhraççı şirket bu hususları tahvil yatırımcısı

ile paylaşmalıdır. Bununla birlikte, eğer ihraççı şirket tarafından tahvil borçlarına ilişkin bir garantör belirtilmemiş ise yatırımcıya tahvilin anapara ve faizinin ödenmesi bakımından üçüncü bir kişinin garantisinin bulunmadığı da belirtilmelidir (SPANK).

Notun 4.6 nolu bölümünde, tahvil sahibinin sahip olduğu hak ve menfaatlara ilişkin bilgilere yer verilir. Tahvil sahibi, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa göre belli başlı haklara sahiptir. İhraççı şirket bu bölümde kanunun ilgili maddelerini belirtmek suretiyle tahvil yatırımcısının sahip olduğu belli başlı hakları belirtir. Bununla birlikte bilindiği gibi tahvil alacaklısı, ihraççı şirketin aktifi üzerinde anapara ve faizinden başka herhangi bir hakka sahip değildir. Bu anapara ve faizin dönem sonunda hesaplanmasının ardından ihraççı şirket tarafından Takasbank aracılığıyla tahvil yatırımcısının hesabına aktarılacağı bilgisi bu başlık altında açıklanır (SPANK). Tahvilin faiz ve anapara ödeme tarihleri, eğer tahvil değişken faizli olarak ihraç edilecekse bu değişken faizin hangi kritere göre belirleneceği vb. bilgiler tahvil yatırımcısı ile paylaşılmalıdır. Ancak sermaye piyasası notunun hazırlandığı tarih itibarıyla herhangi bir ihraç söz konusu değilse bu başlık altındaki bilgilerin daha sonra yatırımcı ile paylaşılacağı bilgisine yer verilmelidir.

Tahvillerde itfa, bilindiği gibi ihraççı tarafından belirtilen tarihlerde anapara ve faizin hesaplanarak tahvil sahibinin hesabına aktarılmasını kapsamaktadır. Yatırımcı, eline ne zaman hangi miktarda nakit akışı geçeceğini bildiği için finansal durumunu bu itfa tarihlerine göre ayarlamaktadır. Ancak bazı tahvillerde ihraççı ile tahvil yatırımcı arasında erken itfa edilebilir tahvil sözleşmelerine rastlanabilir olup Türkiye’de en erken itfa tarihi iki yıldan sonra olmaktadır. Şirket, ihraç ettiği tahvillerin anaparasını vadesinden önce tahvil yatırımcısına iade edebilir. Bunun bazı nedenleri bulunmaktadır ki ihraççı şirket, piyasa faiz oranlarının düştüğü dönemlerde daha önce yüksek faizle ihraç ettiği tahvillerle borçlanmanın maliyeti arttığı için erken itfaya gidebilmektedir. Bu durum tahvil yatırımcısı için pek hoş bir durum değildir, çünkü anaparasını geri aldığı dönemde piyasa faiz oranları düşmüş ve kendisi bu durumdan zarar etmek durumunda kalabilir. Tüm bunlarla beraber, eğer tahvil erken itfa edilebilir şeklinde ihraç edilmiş ise bu erken itfa hakkında bilgi verilmeli ya da erken itfa söz konusu değilse bu durum tahvil yatırımcısı ile paylaşılmalıdır.

Yönetim Kurulu, ihraç edilecek olan tahvile ilişkin işlerin yürütülmesi, başvuruların yapılması gibi faaliyetlerin yerine getirilmesi gibi işleri aldığı karar ile şirketin bir organına aktarabilmektedir. Bu durum, bu başlık altında izah edilmelidir. Tahvil sahibinin elinde bulundurduğu tahvili, ikinci el piyasada satıp devir etmek vb. gibi hakların kullanılmasına mani bir durum söz konusu ise bu durum tahvil yatırımcısının bilgisine notun 4.16. bölümünde sunulmalıdır.

Notun beşinci bölümünde tahvilin halka arzına ilişkin hususlar belirtilir. İhraç edilecek olan tahvilin halka arz edilmesinden evvel, SPK haricinde başka bir kurul tarafından izin veya onay alınması gerekiyorsa bu durum izah edilmelidir. Örneğin Türkiye'deki ticari bankaların halka arz edilmek suretiyle ihraç ettiği tahvillere ilişkin olarak BDDK tarafından olur alınması gerekmektedir. Yine bu bölümde halka arz edilecek olan tahvilin nominal değeri ve tahvilin vadesi belirtilir. Halka arz süresi boyunca hangi günlerde talep toplanacağıın tarihi burada yatırımcının bilgisine sunulmalıdır. İhraççı şirket, halka arz edilen tahvilin satışının nasıl gerçekleşeceğini ve talep edilen tahvil miktarının arz edilenden daha fazla olması durumunda dağıtım esaslarını belirtmelidir.

Notun 5.1.6 nolu bölümünde, tahvil satın almak isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcıların tahvil alımı için başvurularını nereye yapacağı, tahvilin bedellerinin nereye ve ne şekilde ödeneceği ve yatırımcı tarafından tahvilin satın alınmasının ardından ilgili kayıtların nerede tutulacağı bilgisi yatırımcının bilgisine sunulur. Ve bu başlık altında “Halka arz edilecek borçlanma araçları, satışın tamamlanmasını müteakip Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde MKK nezdinde hak sahipleri bazında kayden izlenmeye başlanacaktır” ifadesine aynen yer verilir.

Notun yedinci bölümünde tahvil ihraççısı şirket, tahvil sahiplerinin anapara ve faizi ödemeleri noktasında bir garantör sağlayacaksa bu garantöre ait bilgiler, garantinin kapsamı, ihraççı şirket ile garantör arasında yapılan anlaşmaların önemli görülen bölümleri burada ifade edilmelidir. Eğer tahvile ilişkin bir garantör bulunmuyorsa “Yoktur” ifadesine yer verilir. Notun sekizinci bölümünde, tahvil ihraç edecek olan şirkete bu hususta danışmanlık hizmeti verenler ile ilgili bilgilere yer verilir ve buna ek olarak şirketin finansal tablolarını inceleyen bağımsız denetçilerin ve diğer üçüncü kişilerin görüşleri yer

alır. İhraççı şirket, eğer bir derecelendirme kuruluşu tarafından notlamaya tabi tutulmuş ise yine bu başlık altında buna ilişkin bilgiler sunulmalıdır.

3.3. İzahname Özeti

Özetin temel amacı, ihraççının ve tahvilin genel özellikleri ile bunların karşılaşılabileceği risk faktörlerini fazla detaya gidilmeden hülasa bir anlatımla yatırımcının bilgisine sunmaktır. Özet, ihraç edilecek tahvile ilişkin hazırlanan izahnamenin ana kolları olan ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notundaki bilgilerin daha öz bir şekilde sunulmasından ibarettir. Tahvile yatırım yapacak olan tasarruf sahibi, özetle sunulan bilgiler ile yatırım yapıp yapmama konusunda bir karar verebilme imkânına sahip olabilir. Burada özet ile ilgili olarak ifade edilmesi gereken SPK'nın "borçlanma araçlarının halka arzında kullanılacak özet formatı ve hazırlanmasına ilişkin kılavuz" unda yer alan bazı kuralları da incelemek gerekmektedir. Kılavuza göre, Özet yeterli uzunlukta olmalı ki bu uzunluk, ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notu belgelerinin sayfa sayısının %7'sinden ya da 15 sayfadan fazla düzenlenemez (Özet Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz).

Bu bölümde izahnameyi oluşturan bölümlerden biri olan özetin nasıl hazırlanması gerektiği, "borçlanma araçlarının halka arzında kullanılacak özet formatı ve hazırlanmasına ilişkin kılavuz" undan istifade edilerek anlatılacaktır. İlerleyen bölümlerde ilgili özet kılavuzu kısaca [ÖHK] olarak ifade edilecektir. Özet, içindekiler ve kısaltma/ tanımlar bölümünden sonra şu alt başlıkları içermelidir (ÖHK):

1. "Özetin Sorumluluğunu Yüklenen Kişiler,
2. İhraççıya İlişkin Bilgiler,
3. İhraç Edilecek Borçlanma Araçlarına İlişkin Bilgiler,
4. Risk Faktörleri,
5. Halka Arza İlişkin Bilgiler."

Özetin birinci bölümünde, özetin sorumluluğunu yüklenen kişiler başlığı altında tahvil ihraç edecek anonim şirket ile halka arza aracılık eden şirketi temsile yetkili kılınan kişilerin şahıs bilgilerinden adı soyadı, şirket bünyesinde aldığı görev unvanı ve imzaları standart formdaki tabloya işlenerek ilgili kişilerin hazırlanan özetin hangi bölümlerinden sorumlu olduğu belirtilir. Bu bölüme, özet hazırlama kılavuzuna göre şöyle başlanır;

“Kanuni yetki ve sorumluluklarımız dâhilinde ve görevimiz çerçevesinde bu özetle ve eklerinde yer alan sorumlu olduğumuz kısımlarda bulunan bilgilerin ve verilerin gerçeğe uygun olduğunu ve özetle bu bilgilerin anlamını değiştiren nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz” (ÖHK).

Bu girizgâhtan sonra kılavuzda, bu bilgilerin çerçevesini oluşturan tabloda ihraççı veya varsa halka arza aracılık eden şirketle temsil yetkili şahısların adı soyadı, unvanı, görevi ve imzaları eklenerek özetin sorumlu olduğu kısım belirtilir (ÖHK).

Özetin ikinci kısmında tahvil ihraççısı şirkete ait bilgilere yer verilir. Tahvil ihraç etmek isteyen anonim şirketin ana sözleşmesinde kayıtlı bulunan ticaret unvanı, herhangi bir kısaltmaya imkân verilmeksizin olduğu özetin 2.1. bölümünde belirtilir. Özetin 2.2. bölümünde, ihraççı bilgi dokümanının 5.1.4 nolu maddesinde yer alması gereken bilgiler burada tekrar belirtilir. Tahvil ihraç edecek olan şirketin hukuki yapısı, mevzuat yönünden hangi kanuna tabi olduğu, kurulma yönünden hangi ülkede kurulduğu, ticaret sicil gazetesinde kayıtlı merkezinin ve fiili yönetim merkezinin adresi, web adresi, telefon ve fax numaraları ayrı ayrı olarak yazılır. Bu bilgilerin işlenmesinin ardından “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 5.1.4 no’lu maddesinde yer almaktadır.” ifadesi kendisine bu başlık altında yer bulur. Bu ifadede özeti okuyan yatırımcının daha detaylı bilgi edinmesini teminen ihraççı bilgi dokümanındaki 5.1.4 nolu bölüme bakarak bilgi sahibi olması istenmektedir.

Özetin 2.3. bölümünde, tahvil ihraç edecek olan şirket tarafından hazırlanan ihraççı bilgi dokümanının 8.2 bölümünde detaylı bir şekilde kendisine yer bulan ihraççının faaliyet gösterdiği sektördeki eğilimler dokümanının 8.2 kısmından yararlanılarak anlatılır. Faaliyet gösterilen sektörde meydana gelen ekonomik, hukuki ve politik temelli etkiler incelendikten sonra “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 8.2 no’lu maddesinde yer almaktadır” ifadesi ile bu başlık nihayete erdirilir. Özetin 2.4. bölümünde, ihraççı bilgi dokümanının 7.1 bölümünde bahsedildiği gibi eğer tahvil, ihraççı şirketin dâhil olduğu grup var ise ihraççı şirket ile grup arasındaki ilişki ortaya konulmalıdır. Burada ihraççı ve grup şirketleri hakkında bilgi verildikten sonra “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 7.1 no’lu maddesinde yer almaktadır.” ifadesi standart bir metin olarak başlık altında belirtilir. Özetin 2.5. bölümünde, ihraççı bilgi dokümanının 9. bölümünde izah edilen kâr tahmin ve beklentileriyle paralel olarak eğer şirket

faaliyetlerinden dolayı elde edeceği kar tahminleri hakkında bir bilgi verecekse bu rakamlarla açıklanmalıdır. Eğer beklenen ve tahmin edilen bir kâr tahmin ve beklentisi bulunmuyorsa “Yoktur” ibaresine yer verilir. Bunun akabinde “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 9. bölümünde yer almaktadır.” ifadesi son cümle olarak kendisine aynen yer verilmelidir.

Özetin 2.7. bölümünde, ihraççı şirketin hazırlamış olduğu ihraççı bilgi dokümanının 3. bölümünde açıklamış olduğu finansal tablolardan kendisinin önemli gördüğü ve özette yer verilmesini istediği finansal kalemlerden bazılarını bu başlık altında gösterebilir. Bu bölümde, bağımsız denetim firmalarının denetiminden geçmiş finansal tablolarda önemli bir değişiklik olmadığına dair yönetim kurulu veya ihraççıyı temsile yetkili kişiler tarafından bir beyana yer verilir. Eğer finansal tablolarda meydana gelen bir değişiklik var ise burada izah edilmelidir. İhraççıya ait son dönemlerde ödeme gücü kabiliyetini önemli ölçüde etkileyen bazı faktörler hakkında ihraççı bilgi dokümanının 5.1.5 nolu bölümünün bir hülasası olarak Özetin 2.8. başlığında izah edilir. Bu açıklamaların ardından “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 5.1.5 no’lu maddesinde yer almaktadır.” ifadesine yer verilerek yatırımcının detaylı bilgi edinmesi için ihraççı bilgi dokümanına yönlendirilir.

Özetin 2.9. başlığında, ihraççı şirket eğer bir grup bünyesinde faaliyet gösteriyorsa, bu grup şirketlerinin faaliyetlerini büyük ölçüde etkileyen önemli değişimler hakkında bilgi verilmelidir. Elbette bu bilgiler ihraççı bilgi dokümanının 7.2 nolu bölümündeki bilgilerden elde edilmektedir. Bu izahlardan sonra “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 7.2 no’lu maddesinde yer almaktadır.” ifadesi ile yapılan açıklamalar sonlandırılır. Özetin 2.10. başlığında, ihraççı şirket hazırladığı ihraççı bilgi dokümanının 6.1 bölümünde ana faaliyetleri hakkında bilgi vermektedir. Özetin bu bölümünde, 6.1 nolu bölümden elde edilen bilgilerin özeti mahiyetindeki kısım burada belirtilir. Bu bölüm “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 6.1 nolu bölümünde yer almaktadır.” ifadesi ile sona erer.

Özetin 2.13. bölümünde, ihraççı şirketler çıkaracağı tahvilin satış şansını arttırabilmek için yatırımcıya satın almış olduğu tahvilin anapara ve faizini ödeme

noktasında bir şirketi bir bakıma kefil gösterebilir. Eğer tahvile ilişkin herhangi bir şirketin garantörlüğü söz konusu değilse ilgili başlık altında “YOKTUR” ibaresi yazılmalıdır. Bu bölüme “Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi sermaye piyasası aracı notunun 7.1 ve 7.2 no’lu maddelerinde yer almaktadır” ifadesi ile detaylı bilgi için sermaye piyasası aracı notu kaynak gösterilir. Özetin 2.15. başlığında, ihraççı bilgi dokümanınının 10.2.1 nolu bölümünde anlatıldığı gibi yönetim kurulu üyelerinin adı soyadı, adresleri, şirkette almış olduğu görevler ve yönetim kurulundaki görevi ve bunların süresi bu bölüm altında açıklanır. SPK kılavuzuna göre bu bilgilerin doldurulmasında aşağıdaki tablonun kullanılması mümkündür. Yine 2.16. başlığı altında, ihraççı şirketin ve veya bağlı bulunduğu grubun finansal tablolarını bağımsız denetimden geçiren şirketin ticari unvanı, bağımsız denetimi gerçekleştiren sorumlu baş denetçinin adı soyadı ve adresine yer verilerek, özeti okuyan okuyucuya bağımsız denetim şirketi hakkında bilgi verilir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Şirketler, yatırımlarını finanse etmek ve faaliyetlerine devam edebilmek için fon kaynaklarına ihtiyaç duymaktadırlar. Şirketler, bu fon kaynaklarını kendi öz sermayesinden karşılayabileceği gibi sermaye piyasasından borçlanarak da sağlayabilmektedirler. Sermaye piyasaları kendi içinde kısa ve uzun vadeli borçlanma araçları seçeneklerini sunmaktadır. Şirket, vade ve maliyet açısından kendilerine en uygun olan bu araçları kullanarak faaliyetlerine yönelik kaynak temin edebilmektedir. Anonim şirket yönetimi, hisse senedi ihraç ederek yönetimini bir başkaları ile paylaşmak istemediği takdirde veya yatırımcıların hisse senedine yatırımın daha az kazançlı ya da daha riskli olduğunu düşündükleri durumlarda, şirketlerin tahvil ihraç etmek suretiyle uzun vadeli yatırımlarını finanse etme yolu alternatif bir seçenek olarak ortaya çıkmaktadır.

Özel sektör tahvilleri, anonim ortaklıkların sermaye piyasasından uzun vadeli fon kaynağı bulduğu borçlanma araçlarından biridir. Türkiye’de uzun yıllar yaşanan yüksek enflasyon, kamunun artan finansman ihtiyacı, siyasi ve politik belirsizliklerin yarattığı güvensizlik ortamı ve devlet tahvillerine has vergilendirme politikaları anonim şirketlerin tahvil ihracını önemli ölçüde kısıtlayarak, bu borçlanma aracının daha çok Kamu tarafından kullanılmasına sebep olmuştur. Bilindiği üzere Kamu tarafından ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin faiz getirisi düşük olmasına karşılık temerrüt riski bulunmamaktadır. Diğer bir anlatımla özel sektör tarafından ihraç edilen tahviller risk primi içermektedir. Bu da hazine tahvillerinin, riskli sevmeyen yatırımcılar için ellerindeki tasarrufları değerlendirebileceği en iyi finansal enstrüman olmasına neden olmuştur.

Doksanlı yılların sonlarından başlayarak 2005 yılına dek özel sektör şirketleri tahvil ihraç etmemiştir. Bunun en temel sebebi, yukarıda ifade edildiği gibi yüksek enflasyon oranları ve kamunun bütçe açıklarını kapatmak için yatırımcıların ellerindeki tasarruflara ihtiyaç duymasıdır. 2005’li yıllardan sonra kamunun borç yükünün hafiflemesi, faiz ve enflasyon oranlarında meydana gelen kayda değer düşüşler sebebiyle özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillerde çok büyük bir artış meydana gelmiştir.

Türkiye’de sermaye piyasalarının etkin bir şekilde faaliyet gösterebilmesi adına Sermaye Piyasası Kurulu önemli düzenlemeler yaparak hem ihraççı hem de yatırımcının sermaye piyasalarında etkin rol almasına yardımcı olmuştur. SPK, sermaye piyasasının etkin bir şekilde çalışmasını ve yatırımcılara güven ortamını tesis etmek için tahvil ihracına ilişkin önemli düzenlemeler yapmıştır. Başta 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Borçlanma Araçları Tebliği ve İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile tahvil ihracı sağlam bir zemin üzerine oturtularak sermaye piyasasının derinlik kazanmasına ön ayak olmuştur.

Türkiye’de son yıllarda anonim şirketlerin ihraç etmiş oldukları tahvil ile şirketler önemli bir finansman kaynağına erişmiş görünmektedir. Çalışmanın birinci bölümünde bahsedildiği üzere, tahvile yatırım yapmak isteyen yatırımcının ilgisini çeken değişken faizli, endeksli ve hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil türleri gibi tahvillerin varlığı özel sektör tahvillerine olan ilgiyi arttırmıştır. Değişken faizli ve endeksli tahviller ile yatırımcının tasarruflarının, enflasyon ve faiz oranı riskine karşı korunması ile tasarruflarının erimesinin önüne geçilmiş ve böylece özel sektör tahvillerine yatırımı teşvik etmiştir. Türkiye’de sermaye piyasasının düzenleyici ve denetleyici kurumu olan SPK tarafından bu sermaye piyasası araçlarına ilişkin güven ortamını tesis edici düzenlemeler, yatırımcının bu araçlara olan güvenini sağlamış ve sermaye piyasasının derinliğine katkı sunmuştur. Bu noktada tahvil ihracına ilişkin izahname ve ihraç belgesi hazırlama zorunluluğu gibi koşullar ile tahvil yatırımcısı, ihraççı şirket ve tahvile ilişkin konularda yeterli ve güvenilir biçimde bilgilendirilmesi temin edilmektedir.

Yerel yönetimlerin, kentsel ihtiyaçlarının karşılanabilmesi amacıyla uluslararası standartlarda proje üretmek ve geliştirmek, kredi sağlamak, danışmanlık yapmak ve teknik destek vermek yoluyla sürdürülebilir bir şehirleşmeye katkıda bulunmak gibi bir misyonu bulunan İller Bankası, 2011 yılı itibariyle anonim şirket statüsüne sahip olmuştur. İller Bankası, belediyelerin ve il özel idarelerinin alt yapı ve üst yapı projeleri ve sair işlemleri için teknik destek ve finansman hizmetini yürüten bir yatırım ve kalkınma bankasıdır. Bu itibarla banka, yerel yönetimlerin sürdürülebilir bir kalkınma sağlaması için belediyelerin ihtiyaç duydukları hizmetlere yönelik kredi faaliyetlerine yürütmektedir.

İller Bankası, 5411 sayılı Bankacılık Kanununa tabi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Türkiye’de bankacılık kanununa tabi olarak faaliyet gösteren ticari bankaların ana işgal konusunu kredilendirme faaliyeti oluşturmaktadır. Bankalar; geniş halk kesiminden topladıkları mevduat ve sermaye piyasası aracılığıyla elde ettikleri kaynakları, bireylerin ve şirketlerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına tahsis ederek borç vermenin bir ödülü olan faiz geliri elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Ancak her ne kadar İller Bankası, bankacılık kanununa tabi olsa da faaliyetlerindeki ana gaye kâr elde etmek değil ülke sathında kentlerin kalkınmasına öncülük etmektir. İller Bankası’nı diğer ticari bankacılık faaliyetlerinden ayıran nokta mevduat toplama hakkına sahip olmayışıdır. Bundandır ki Banka, geniş halk kesiminden ve şirketlerden oluşan mudilere sahip değildir.

Bankanın yerel yönetimleri finanse ederken kullandığı kredilerin kaynağını, 5779 sayılı İl Özel İdarelerine ve Belediyelere Genel Bütçe Vergi Gelirlerinden Pay Verilmesi Hakkında Kanuna göre her ay Maliye Bakanlığı ve İller Bankası tarafından dağıtılacak vergi gelirleri paylarının toplamı üzerinden aylık olarak %2 oranında kesilecek miktarlar, banka yıllık kârının %30’unun sermayeye ilavesi ile Bankanın kaynak geliştirme faaliyetleri oluşturmaktadır. Bununla birlikte Banka; Dünya Bankası, İslam Kalkınma Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi finans kuruluşları ile alt kredi anlaşmaları yaparak kaynak temin yoluna gitmektedir. Bunun yanında 6107 sayılı İller Bankası Kanunu’nda Bankaya para ve sermaye piyasalarından kaynak sağlama yetkisi verilmiştir.

İller Bankası Anonim Şirketi, 2017 yılında yapılan genel kurul ile ilk defa sermaye piyasası araçlarından sabit getirili bir menkul kıymet olan tahvil ihracı ile ilgili bir karar alarak; tahvil ihraç etmeye, vade ve faiz oranlarını belirlemeye yönetim kurulunu yetkili kılmıştır. Genel kurul ile alınan bu tahvil kararı, İller Bankasının sermaye piyasalarından yararlanarak kredi faaliyetlerinde kullandığı finansman kaynaklarına çeşitlilik getireceğinin göstergesidir. Bankanın, faaliyetlerine devam edebilmek için ihtiyaç duyduğu kaynağı temin etmesine mukabil bu kaynakları hangi alanlara hangi vadede ve hangi faiz oranlarıyla kanalize edeceği oldukça önem arz etmektedir. Bunun için İller Bankasının, müşterileri olan İl Özel İdareleri ve Belediyelerin kredi ihtiyaçlarını karşılarken uygulamış olduğu sektörel bazda kredi kullandırma faiz ve komisyon oranlarına bakması, Bankanın

olması bir tahvil ihracı ile sermaye piyasasından borçlanmasının ne kadar hayata geçirilebilir olacağını göstereceği olacaktır.

İLLER BANKASI A.Ş. KISA-ORTA-UZUN VADELİ KREDİLERİN VADE, FAİZ VE TAHSİS ORANLARI (Değişik: YK-16.03.2017-12/256)							
SEKTÖR	YATIRIM PROGRAMI DURUMU	İHALE MAKAMI	İŞİN DURUMU	KONTROLLÜK BİÇİMİ	TAHSİS ORANI	FAİZ (Yıllık, %)	VADE
ALTYAPI İçmesuyu, Kanalizasyon, Arıtma Tesisi, Deniz Deşarjı, Katı Atık,...vb	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı	7	≤ 10 yıl
			İhalesi yapılmış	Müşterek / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İşin Kalan Kısmı+KDV)		
SUKAP Projeleri İçmesuyu, Kanalizasyon, Arıtma Tesisi, Deniz Deşarjı, Atıksu Arıtma Tesisi,...vb	Yüksek Planlama Kurulu Kararı	Banka	İhalesi yapılmamış	Müşterek / Banka	%100 ≥ kredi tutarı	7	≤ 15 yıl
ÜSTYAPI Belediye Hizmet Binası, Kültür Merkezi, Otopark Pazaryeri, Hal,...vb	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İhale Bedeli+KDV)	9	≤ 7 yıl
			İhalesi yapılmış	Müşterek / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İşin Kalan Kısmı+KDV)		
DİĞER ALTYAPI Köprülülü Kavşak İnşaatı, Raylı Sistem İnşaatı, Yol ve/veya Kaldırım İnşaatı,...vb	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İhale Bedeli+KDV)	9	≤ 10 yıl
			İhalesi yapılmış	Müşterek / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İşin Kalan Kısmı+KDV)		
YENİLENEBİLİR ENERJİ HES, Rüzgar Enerjisi, Güneş Enerjisi, Jeotermal, Biyogaz Tesisi, Enerji Verimliliği, Jeotermal Sondaj ...vb.	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi Yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İhale Bedeli+KDV)	7	≤ 10 yıl
			İhalesi yapılmış	Müşterek / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İşin Kalan Kısmı+KDV)		
KENT BİLGİ SİSTEMLERİ Coğrafi Bilgi Sistemi, Kent Bilgi Sistemi, Yönetim Bilgi Sistemi, Ulaşım Master Planı, Numarataj,... vb.	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi Yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İhale Bedeli+KDV)	8	≤ 5 yıl
			İhalesi yapılmış	Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İşin Kalan Kısmı+KDV)		
MALZEME VE ARAÇ GEREÇ ALIM	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İhale Bedeli+KDV)	11	≤ 4 yıl
			İhalesi yapılmış	Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı		
KAMULAŞTIRMA				Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı		
İHBAR VE KIDEM TAZMİNATI İhbar Kıdem Tazminatı ve Diğer Personel Alacakları	Yatırım programına bakılmaksızın		Emekli olan/olacak olan ve iş akdine son verilen/verilecek olan/Personel alacakları	Belediye	%100 ≥ kredi tutarı	12	≤ 4 yıl
NAKİT DESTEK KREDİSİ Kurum ve Amme Borçlarının Yapılandırılmasına Destek Kredisi	Yatırım programına bakılmaksızın		Yasal düzenlemeler çerçevesinde kurum ve amme borçlarının yapılandırılması	Belediye	%100 ≥ kredi tutarı	12	≤ 6 yıl
DİĞER İmar, Harita, Altyapı Etüt Proje, Jeolojik-Jeoteknik Etüt, Sondaj, İmar Uygulaması, Hizmet Alımı.... vb.	Yatırım programına bakılmaksızın	Banka / İdare	İhalesi Yapılmamış	Müşterek / Banka / Banka İzleme	%100 ≥ kredi tutarı (İhale Bedeli+KDV)	7	≤ 3 yıl
			İhalesi yapılmış		%100 ≥ kredi tutarı (İşin Kalan Kısmı+KDV)		
Avrupa Birliği Çevre Yatırımları Projeleri	Kalkınma Bakanlığı Yıllık Yatırım Programında (Banka / İdare)	Çevre ve Şehircilik Bakanlığı/ Merkezi Finans ve İhale Kurumu	İhalesi yapılmış / yapılmamış	Banka İzleme	Kredi Tutarı ≤ Belediye payına düşen kadar	7	≤ 15 yıl
Nakit Kredi	Yatırım programına bakılmaksızın				%100 ≥ kredi tutarı	14	≤ 3 yıl 3 yılın altında dönemi boyunca
DİĞER NAKİT KREDİ (Kefalet Kredileri, Teminatlı Kefalet Kredileri, Teminat Mektubu Komisyon Kredileri, Teminatlı Teminat Mektubu Komisyon Kredileri)	Yatırım programına bakılmaksızın				%100 ≥ kredi tutarı	15	≤ 3 yıl 3 yılın altında dönemi boyunca

Resim 3.2. İller Bankası A.Ş.'nin Kredilere Uygulamış Olduğu Faiz ve Tahsis Oranları
Kaynak: <http://www.webcitation.org/6xMk7LULN>

Yukarıda yer alan 3.2. nolu resimde, İller Bankasının müşterilerine kredi tahsisinde uygulamış olduğu en güncel faiz oranları yer almaktadır. Sekrörel bazda; altyapı, üstyapı, malzeme ve ekipman alımı, kamulaştırma gibi alanlarda faiz ve tahsis oranları incelendiğinde konvansiyonel ticari bankacılık kesiminin kredi faiz oranlarının çok altında seyrettiği görülmektedir. Bu durum İller Bankasının salt ticari amaçla hareket etmediğini göstermektedir.

Bankanın uygulamış olduğu kredi faiz oranları incelendiğinde sermaye piyasasından kaynak temin etmek istemesi halinde dezavantajlı bir pozisyonda olacağı düşünülmektedir.

Daha önce ifade edildiği üzere özel sektörlerin tahvillerinin daha fazla risk içermesi nedeniyle devlet tahvillerine göre daha yüksek faiz ile ihraç edildiği bir gerçektir. 2017 yılı itibariyle hazinenin ihraç etmiş olduğu tahvillerin faiz oranları yıllık %12 ile %13 arasında değişim göstermektedir. Buradan çıkarılacak olan sonuç ise, özel sektör tahvillerine yatırım yapmak isteyen yatırımcıların daha fazla risk primi içeren şirket tahvillerinden yüksek faiz geliri elde etmek istemesidir. Bundandır ki şirket tahvilleri, hazinenin tahvil faizlerinden daha yüksek bir faizle ihraç edilmektedir. İller Bankası Anonim Şirketinin, müşterilerine finansman temininde uyguladığı faiz oranları projelerin ve finansman ihtiyacının türüne göre %7 ile %15 arasında değişmektedir. İller Bankasının uygulamış olduğu faiz oranlarına bakıldığında altyapı ve üstyapı inşaatlarına ait projelerin %7 ile %9 arasında değerlendirildiği, belediyelerin ihtiyaç duyduğu nakdi ve gayri nakdi kredilerin %14-15 bandında olduğu ortadadır. Buradan çıkarılacak olan sonuç ise, İller Bankasının müşterilerine uyguladığı faiz oranlarının gayri nakdi ve nakdi krediler hariç piyasa faiz oranlarından daha düşük olduğudur.

İller Bankasının sermaye piyasasından tahvil ihraç ederek borçlanması durumunda, hazine tahvillerinin üzerinde bir faiz oranı ile ihraç gerçekleştirmesi gerektiği aşikârdır. Çünkü iktisadi olarak akılcı hareket eden tasarruf sahipleri fayda düzeylerini maksimize etmek için daha çoğu daha aza tercih edeceklerdir. Bundandır ki Bankanın sermaye piyasasından tahvil ihraç ederek borçlanmasının kendisine maliyeti yüksek görünmektedir. Çünkü piyasadan %13-%14 bandında borçlanması halinde buradan elde edeceği fon

kaynaklarını nakdi ve gayri nakdi kredi kullandırım faaliyetlerine tahsis etmesi iktisadi anlamda avantajlı görünmektedir; ancak Bankanın kredi kullandırım faaliyetleri daha çok altyapı ve üstyapı gibi alanlarda yoğunlaşmış olup; bu sektörlerde uygulanan faiz oranları piyasada oluşan faiz oranlarının oldukça altında seyretmektedir.

Sonuç olarak, İller Bankasının borçlanma araçlarından biri olan tahvil ihracı gerçekleştirerek sermaye piyasasından kaynak temini elde etmesi, müşterilerine uyguladığı faiz oranları incelendiğinde avantajlı görünmemektedir. Bankanın uygulamış olduğu faiz oranlarına düzenleme yapmak suretiyle tahvil ihraç ederek sermaye piyasasından fon temin edebileceği düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Afşar, A. M. (2010). *Finansal Ekonomi* (Birinci Baskı). Türkiye: Detay Yayıncılık, 92-95
- Babuşçu. Ş, Hazar. A, Yenice. S ve Ceylan, M. (2012). *Tahvil ve Bonon Piyasaları* (Üçüncü Baskı). Türkiye: Bankacılık Akademisi Yayıncılık, 1-9
- Bahtiyar, M. (2015). *Ticaret Hukuku* (Dördüncü Baskı). Türkiye: Anadolu Üniversitesi Web- Ofset, 227
- Bastı, E. (2013). *Türkiye’de Şirketler Kesiminin Doğrudan Finansman Yoluyla Kaynak Sağlaması*. Süleyman Demirel Üniversitesi Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi, 185-194
- Bilgili, Y. (2014). *Mikro İktisat Ders Notları* (Altıncı Baskı). Türkiye: 4T Mim Eğitim ve Danışmanlık Yayınevi
- Bilgili, Y. (2017). *Makro İktisat* (Sekizinci Baskı). Türkiye: 4T Mim Danışmanlık Eğitim ve Yayıncılık, 419
- Budak, A. (Editör). (2004). *Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası*. Türkiye: TSPAKB, 1-9
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları* (Birinci Baskı). Türkiye: Detay Yayıncılık, 16-330
- Çınaroğlu, A. (2015). *Arithmetica Muhasebe Konu Anlatımı* (Birinci Baskı). Türkiye: İkinci Sayfa Yayıncılık, 398-400
- Çikot, Ö. (2012). Borçlanma Araçları. *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, 115, 7-8.
- Dinler, Z. (2017). *Mikro Ekonomi* (Yirmi sekizinci Baskı). Türkiye: Ekin Yayınevi, 233
- Gülaç, H. (2014). *İşletmelerin Yatırım Kararları ile Finansman Kararları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi: Türkiye’ de İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Dinamik Panel Veri Analizi*. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Doktora Programı, Ankara
- İnternet: T.C. Resmi Gazete. (2012). Sermaye Piyasası Kanunu, Sayı: 28513, 30.12.2012. URL:
<http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Fmain.aspx%3Fhome%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2012%2F>

[12%2F20121230.htm%26main%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2012%2F12%2F20121230.htm&date=2017-12-20](http://www.resmigazete.gov.tr/Feskiler/2012/20121230.htm), Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: T.C. Resmi Gazete. (2013). İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği [İİBT] (II-5.1), Sayı: 28685, 22.06.2013. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Fmain.aspx%3Fhome%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2013%2F06%2F20130622.htm%26main%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2013%2F06%2F20130622.htm&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: T.C. Resmi Gazete. (2013). Borçlanma Araçları Tebliği [BAT] (VII-128.8), Sayı: 28670, 07.06.2013. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Fmain.aspx%3Fhome%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2013%2F06%2F20130607.htm%26main%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2013%2F06%2F20130607.htm&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: T.C. Resmi Gazete. (2011). Türk Ticaret Kanunu, Sayı: 27846, 14.02.2017. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2011%2F02%2F20110214-1-1.htm&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu, URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.mevzuat.gov.tr%2FMevzuatMetin%2F5.3.6762.pdf&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Tahvil. Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlük. URL: http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.tdk.gov.tr%2Findex.php%3Foption%3Dcom_gts%26arama%3Dgts%26guid%3DTDK.GTS.5a3a8fe0449280.92493521&date=2017-12-20, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Gelir İdaresi Başkanlığı Beyanname Rehberi. URL: http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.gib.gov.tr%2Ffileadmin%2Fbeyannamerehberi%2F2016_menkulsermaye.pdf&date=2017-12-20, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Gelir Vergisi Kanunu Geçici 67. Madde Uygulaması ile İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi (2008). URL: http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.gib.gov.tr%2Ffileadmin%2Fyayinlar%2Fgecici_67%2FGVK_GECICI_67MD.htm&date=2017-12-20, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Çıkarılmış Tahviller Hesabı. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.muhasabedersleri.com%2Fhesaplar%2F405-cikarilmis-tahviller.html&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: 2016 Yılı Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi. URL: http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.vergidegundem.com%2Ftr%2Fc%2Fdocument_library%2Fget_file%3Fuuid%3D4da24e5f-8bb1-441b-ac60-186016be848d%26groupId%3D10156&date=2017-12-20, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Vergi Rehberi (2016). URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.privia.com.tr%2FTR%2Fana-sayfa%2FDocuments%2FVergiRehberi2016.pdf&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Yatırım Araçları (Tahvil). URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.yatirimyapiyorum.gov.tr%2Fyatirim-ara%25C3%25A7lari%2Ftahvil.aspx&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: İzahname, Sirküler, İhraç Belgeleri, Pay Satış Bilgi Formu ve Duyuru Metni Formatları ile Kullanım Kılavuzları [İBDK], [SPANK] ve [ÖHK]. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.spk.gov.tr%2FSayfa%2FIndex%2F12%2F0%2F12&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 20.12.2017.

İnternet: Faiz Oranları ve Tahvil Arasındaki İlişki. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fpiyasarehberi.org%2Fpiyasa%2F216-faiz-oranlari-ve-tahvil-fiyatlari-arasindaki-iliski&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 21.12.2017.

İnternet: Faiz Yükselince Kim Kazanır Kim Kaybeder. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.mahfiogilmez.com%2F2013%2F06%2Ffaiz-yukselince-kim-kazanir-kim-kaybeder.html&date=2017-12-20>, Son Erişim Tarihi: 21.12.2017.

İnternet: Lisanslama Sınavları Kitapları Sermaye Piyasası Araçları 2. [SPL]. URL: http://www.webcitation.org/query?url=https%3A%2F%2Fwww.spl.com.tr%2Fspl%2Ffeep%2FSpecific%2FOEP%2FUpload%2F1004_Sermaye%2520Piyasas%25C4%25B1%2520Ara%25C3%25A7lar%25C4%25B1%25202_30062017-1.pdf&date=2017-12-21, Son Erişim Tarihi: 21.12.2017.

İnternet: Anonim Şirketlerde Tahvil Çıkarma ve Muhasebe İşlemleri. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fmuhasebefis.blogspot.com.tr%2F2014%2F05%2Fanonim-sirketlerde-tahvil-ckarma-ve.+html&date=2017-12-21>, Son Erişim Tarihi: 21.12.2017.

İnternet: Çıkarılmış Tahviller Hesabı. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.muhasibesitesi.com%2F405-cikarilmis-tahviller-hesabi.html&date=2017-12-21>, Son Erişim Tarihi: 21.12.2017.

İnternet: Borçlanma Araçları Tebliği II-31.1. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feski>

[ler%2F2013%2F06%2F20130607-13.htm&date=2017-12-25](http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.selcuk.edu.tr%2Fdosyalar%2Ffiles%2F074%2F5_%2520sermaye%2520piyahas%25C4%25B1.pdf&date=2017-12-25), Son Erişim Tarihi: 25.12.2017.

İnternet: Mazgit, İ. (2011). *Sermaye Piyasası Ders Notu*. URL: http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.selcuk.edu.tr%2Fdosyalar%2Ffiles%2F074%2F5_%2520sermaye%2520piyahas%25C4%25B1.pdf&date=2017-12-25, Son Erişim Tarihi: 25.12.2017.

İnternet: Özkorkut, K. (2017). *Ticaret Hukuku*. URL: http://www.webcitation.org/query?url=https%3A%2F%2Fwww.spl.com.tr%2Fspl%2Ffeed%2FSpecific%2FOEP%2FUpload%2F1010-Ticaret%2520Hukuku_30062017.pdf&date=2017-12-25, Son Erişim Tarihi: 25.12.2017.

İnternet: SPK Kaydına Alınan Tahvil Stok Miktarı. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.spk.gov.tr%2FSiteApps%2FYayin%2FAylikIstatistikBultenleri&date=2017-12-25>, Son Erişim Tarihi: 25.12.2017.

İnternet: TCMB Enflasyon Oranları (2011-2016). URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.tcmb.gov.tr%2Fwps%2Fwcm%2Fconnect%2Ftcmb%2Btr%2Ftcmb%2Btr%2Fmain%2Bmenu%2Fyayinlar%2Fraporlar%2Fenflasyon%2Braporu&date=2017-12-26>, Son Erişim Tarihi: 26.12.2017.

İnternet: İller Bankası A.Ş Uygulanan Faiz ve Komisyon Oranları. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.ilbank.gov.tr%2Findex.php%3FSayfa%3Diceriksayfa%26icId%3D340&date=2018-02-20>, Son Erişim Tarihi: 20.02.2018

İnternet: Borçlanma Aracı Tebliği II-31.1. URL: <http://www.webcitation.org/query?url=http%3A%2F%2Fwww.resmigazete.gov.tr%2Feskiler%2F2013%2F06%2F20130607-13.htm&date=2018-02-20>, Son Erişim Tarihi: 20.02.2018

Özdurak, S.T. (2015). *Makro İktisat* (Üçüncü Baskı). Türkiye: İkinci Sayfa Yayınları

Sarıkamış, C. (1989). *Sermaye Pazarları* (Üçüncü Baskı). Türkiye: Alfa Yayın Dağıtım

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu. (2017). *Finansal Piyasalar*. İstanbul: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 1-2.

Sevilengül, O. (2011). *Genel Muhasebe* (On Altıncı Baskı). Türkiye: Gazi Yayınevi, 557-558

Tanör, R. (2000). *Türk Sermaye Piyasası İkinci Cilt* (Birinci Baskı). Türkiye: Beta Yayıncılık, 118

Tecer, M. (1989). *Tahvil Yatırımlarının Önemi* (Birinci Baskı) Türkiye: TODAİ, 1-17

Ünal, O.K. (2003). *SPK ve TK' nda Tahviller*. Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 1-42

Ünsal, U. (2014). *Sermaye Piyasası Araçlarının Dünyada ve Türkiye' de Gelişimi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetim Anabilim Dalı, Mersin

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ÖZTÜRK, Selman
Doğum yılı ve yeri : 1991 Görele
Telefon (İş) : 0366 215 00 75
e-mail : selmano@ilbank.gov.tr

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet Tarihi
Lisans	İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü	20.06.2013
Lise	Giresun Aksu Anadolu Lisesi	15.06.2009

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2013	Kuveytürk Katılım Bankası A.Ş	Uzman Yardımcısı
2014 - Devam	İller Bankası A.Ş	Uzman Yardımcısı

Yabancı Dil

İngilizce (Yabancı Dil Puanı: 72,5 / 2014 YDS)

Yayımlar

Hobiler



İL BANK
TÜRKİYE'NİN YAPICI GÜCÜ