



İÇİNDEKİLER

1- Sermaye Piyasasında Bu Ay Konuşulanlar

2- 2024 Ocak Düzenleme Değişiklikleri

3- Tarihte Ocak Ayı

4- Ayın Fikri

Sabit Kripto Paralar (Stablecoins): İşleyişi, Türleri, Riskleri ve Düzenlenmesi

5- Yurtiçi Yurtdışı Değişik Uygulamalar

Halka Arzlarda Fiyat Tespit Raporunu Değerlendiren Analist Raporları Üzerine Bir Değerlendirme



SERMAYE PİYASASINDA BU AY KONUŞULANLAR

Dünya Ekonomik Forumu Davos'ta Gerçekleştirildi

İş dünyasının önemli insanları, devlet başkanları, bürokratlar, akademisyen, girişimci ve sivil toplum liderlerini bir araya getiren 2024 Dünya Ekonomik Forumu'nda; dünyanın geleceği üzerine tartışıldı. Gündemdeki ana konu özellikle yapay zekâ üzerineydi. Robotik ve dönüştürücü teknolojiler, kuantum hesaplama yanında, jeopolitik riskler ve iklim değişikliği de tartışılan diğer konulardı.

Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları Yayımlandı

Sürdürülebilirlik alanında önemli bir gelişme, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından belli kriterlere sahip şirketlere 01.01.2024 tarihinden itibaren sürdürülebilirlik raporu yayınlanma yükümlülüğü getiren Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartlarının yayınlanması oldu. Aktif toplamı 500 Milyon TL, yıllık net satış hasılatı 1 Milyar TL ve çalışan sayısı 250 kişi ölçütlerinden en az ikisinin eşik değerlerini art arda iki raporlama döneminde aşan işletmeler zorunlu uygulama kapsamına dâhil edilmiş olup, bankalar bu eşik değerlere bağlı kalmaksızın zorunlu olarak kapsama dahil edilmiştir. Bu durumda

sermaye piyasası kurumları ve halka açık şirketler de bu eşik değerlere tabi olması halinde sürdürülebilirlik raporlarını yayımlayacaktır. Bu kriterleri sağlamayan şirketler ise isteğe bağlı olarak standartları uygulayabilmektedir.

Özellikle belirtilen kriterlerin hesaplanmasında, işletmelerin bağlı ortaklık ve iştirakleri varsa konsolide rakamlar dikkate alınacaktır. İlk raporlama dönemi olarak 1 Ocak 2024 ve sonrasında başlayan dönemler belirlenmiş olup, işletmeler ilk zorunlu yıllık raporlamalarını 2024 yılına ilişkin olarak 2025 yılında gerçekleştireceklerdir.

İlk 2 yıllık raporlama dönemleri için Kapsam 3 Sera Gazı Emisyonlarının raporlanması işletmelere bırakılmıştır. Denetim süreçleri açısından, KGK'nın açıklamalarına göre, Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurumu'nun sürdürülebilirlik güvence denetimi standartları ülkemiz mevzuatına entegre edilecektir.

Sürdürülebilirlik raporlamasının, finansal raporlardan farklı bilgiler içermesi nedeniyle, bu denetimlerin özel ve uzmanlık gerektiren bilgiler içeren bir alan olduğu vurgulanmıştır. Bu denetimleri yapacak olan denetçilerin yetkilendirilmesi de KGK'nın sorumluluğundadır.

Söz konusu raporlama standartları işletmelere ek yükümlülükler getirirken kimlerin bu raporlama standartlarına tabi olduğu konusunda kafa karışıklığı yaratılmıştır. Özellikle konsolidasyona tabi halka açık işletmelerin belirlenen kriterleri sağlamasa bile bu standartlara uyum sağlaması beklenmektedir. Diğer yandan, mevzuatta herhangi bir geçiş süreci olmadan, Standartlarının yayımlanır yayımlanmaz yürürlüğe konulmasının işletmeler için zorlayıcı olacağı, raporların amaca yönelik olarak tam ve doğru olarak hazırlanabilmesi için, konuya ilişkin bilgi sahibi nitelikli personelin istihdamı, mevcut personelin eğitimlerden geçirilmesi, veri toplanması, analizi ve değerlendirilmesi için alt yapı/sistem çalışmalarının tamamlanması, danışmanlık hizmeti alınması vs. gibi şirketlere bir hazırlık süreci gerektiği düşünülmektedir.

Sürdürülebilirlik Kapsamında Yeşil Borçlanma Aracı İhracı

Bilindiği üzere, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) sürdürülebilirliğe olumlu katkı sağlayacak yatırımların finansmanının teşvik edilmesi için "Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi" Kurul Karar Organı'nın i-SPK 128.18 (24/02/2022 tarih ve 10/296 s.k.) sayılı İlke Kararı ile kabul edilerek yayımlanmıştır. Yeşil ve sürdürülebilir borçlanma araçlarının gelişimi, sürdürülebilir bir geleceğin finansmanında önemli rol oynamaktadır. Bu kapsamda, SPK tarafından yayımlanan "Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi"nde belirtilen esaslara uygun olarak yurt içinde TL cinsinden yeşil borçlanma aracı ihracı geçtiğimiz ay Türkiye İş Bankası tarafından gerçekleştirildi.

Sürdürülebilirlik Temalı Fonlarla İlgili Öneriler

Günümüzde yatırım dünyası, sadece finansal getiri üzerinden değil, aynı zamanda çevresel, sosyal ve yönetimsel (ESG) faktörlere odaklanan ve TEFAS'ta yer alan sürdürülebilirlik temalı yatırım fonları ile çeşitlenmektedir. Mevzuatta ESG kriterlerinin daha somut şekilde belirlenmesinin fonlarda yeşil boyama yapıma riskini azaltacaktır. Ayrıca bu fonların herhangi bir şemsiye fon altında kurulmamasının, yatırımcılar açısından erişimde ve seçim yaparken karşılaştırma zorluklarına sebep olduğu düşünülmektedir. Söz konusu fonların şemsiye fonlar altında kurulması yatırımcılar için daha kapsamlı bir yaklaşım sunacağı ve finansal getiri ile sürdürülebilirlik hedeflerini bir araya getirme potansiyelini artıracığı düşünülmektedir.

Pay Vadeli İşlemlere İlişkin Borsa Kararı

Borsa İstanbul, Ocak ayında yayımladığı duyuruyla Eczacıbaşı İlaç, Karsan, Şekerbank ve İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın pay vadeli işlemleri için yeni vade ayları açılmayacağını ve söz konusu payların mevcut Ocak, Şubat, Mart vadeli kontratlarının işlem görmeye devam edeceğini bildirdi. Bu kararın, pay vadeli işlemlerinde geçtiğimiz aylarda görülen dalgalanmalara yönelik bir önlem olduğuna dair görüşler ileri sürülmektedir.



2024 OCAK DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

1. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yeni Değerleme İlke Kararı hk.

SPK Kurul Karar Organı'nın 28/12/2023 tarih ve 81/1811 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru çerçevesinde, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve bu Kanun'a dayanılarak çıkarılan yönetmelik, tebliğ yahut diğer alt düzenlemeler ile 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'na dayanılarak çıkarılmış ve halen yürürlükte olan düzenlemelerde yer alan yeniden değerlemeye tabi tutarlar 2024 yılı için yeniden belirlenmiş olup, anılan karar 29.12.2023 tarih ve 2023/82 sayılı Kurul Bülteni ile kamuya ilan edilmiştir. Bu çerçevede, Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK'nın muhtelif tebliğlerinde yer alan tutarlar (idari para cezalarının alt ve üst sınırları, piyasa bozucu eylemler için öngörülen idari para cezaları, Yatırımcı Tazmin Merkezi tarafından tazmin kararı çerçevesinde yatırımcılara ödenebilecek azami tazmin tutarı, halka arz başvurusu için sağlanması gereken asgari tutarlar, portföy yönetim şirketlerinin asgari başlangıç sermayesi vb.) 2024 yılı için öngörülen % 58,46 yeniden değerlendirme oranı da dikkate alınarak güncellenmiştir.

2. SPK'nın, Özel Durum Açıklamaları Bakımından Kişisel Verilerin Korunması Kanunu Açısından Dikkate Alınması Gereken Hususlara İlişkin Duyurusu hk.

SPK'nın internet sitesi üzerinden yapılan 23 Ocak 2024 tarihli duyuruda, Kişisel Verileri Koruma Kurulu'nun 07.04.2022 tarihli ve 2022/321 sayılı kararı da dikkate alınarak; II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 23 üncü maddesinin ikinci fıkrası ve II-15.2 Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği uyarınca Kurul internet sitesi üzerinden yapılan açıklamalar yönünden 6698 sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu (6698 sayılı Kanun) uyarınca

Kurulun "veri sorumlusu" sıfatını haiz olduğu, mevzuat gereği yapılan açıklamalarda yer alan kişisel verilerin bildirim yükümlüsü gerçek veya tüzel kişiler tarafından belirlendiği dikkate alındığında **bildirimde bulunan kişilerin de "veri sorumlusu" sıfatını haiz olduğu**, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak yapılan açıklamalarda yer alan bilgilere ilişkin içerik veya gereklilik değerlendirmesinin bildirim yükümlülükleri tarafından yapılması ve Kurulun 6698 sayılı Kanunun 28 inci maddesinin ikinci fıkrası ile aynı Kanun'un ilgili kişinin haklarını düzenleyen 11 inci maddesinden (zararın giderilmesini talep etme hakkı hariç) muaf tutulması nedenleriyle, **6698 sayılı Kanunun 11 inci maddesi ile tanınan hakların ilgili kişiler tarafından bildirim yükümlülüklerine başvurularak kullanılabileceği**, bu kapsamda, Kurul internet sitesi üzerinden bildirimde bulunan gerçek ve tüzel kişilerin "veri sorumlusu" sıfatını haiz olması nedeniyle, **verileri işlenen kişilerce 6698 sayılı Kanunun 11 inci maddesinde düzenlenen hakların kullanılabilmesi amacıyla doğrudan anılan gerçek ve tüzel kişilere başvuruda bulunulmasının gerektiği ifade edilmiştir.**

3. Borsa Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Tebliği Çerçevesinde 2024 Yılı İçin Dâhil Oldukları Gruplar Hakkında SPK Duyurusu

SPK'nın 25.01.2024 tarihli Haftalık Bülteni'nde "Kurul Karar Organı'nın 25/01/2024 tarih ve 6/121 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru" yayınlanmış olup, anılan duyuruda, 2024 yılı için borsa şirketlerinin II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği uyarınca dâhil oldukları gruplar belirlenmiştir. Duyuru metninde, "Kurulumuzun II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin (Tebliğ) uygulanmasına yönelik olarak yapılan değerlendirmede; Tebliğ kapsamında, kurumsal yönetim ilkelerinden zorunlu olarak uygulanacak olanların belirlenmesi ve gözetiminde, payları Borsa İstanbul AŞ Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da işlem gören halka açık ortaklıklar ile Kurul Karar Organı'nın i-SPK. II17.6 (15.10.2020 tarihli ve 64/1284 s.k.) sayılı ilke kararı uyarınca; fiili dolaşım oranının %5'in altına düşmesi nedeniyle payları Piyasa Öncesi İşlem

Platformu'na alınan ortaklıkların (Borsa Şirketleri), sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerleri dikkate alınarak 2024 yılı için dahil oldukları gruplar aşağıda yer almaktadır." ifadelerine yer verilmiştir. Metin ekinde yer alan liste çerçevesinde 274 halka açık şirket 1. grup şirket, 144 halka açık şirket ise 2. grup şirket kategorisine dâhil edilmiştir. Payları Borsa Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da işlem gören ortaklıklardan 1 inci veya 2 nci grupta yer almayanların tamamı ise 3. grup şirket kapsamına alınmıştır.

4. Halka Açık Şirketlerde Enflasyon Muhasebesi Uygulanmasına İlişkin Kurul Kararı hk.

SPK'nın 25.01.2024 tarihli Haftalık Bülteni'nde, "Kurul Karar Organı'nın 25/01/2024 tarih ve 6/137 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru" yayınlanmıştır. Anılan duyuruda; "Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan Kurulumuz finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere "Türkiye Muhasebe Standardı 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" (TMS 29) hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına ve yıllık finansal raporların kamuya ilanı için 10 hafta, ilk iki ara dönem finansal raporların kamuya ilanı için 6 hafta ilave süre verilmesine ilişkin hususları içeren 28.12.2023 tarih ve 81/1820 sayılı Kurul Kararı (Kurul Kararı) 28.12.2023 tarih ve 2023/81 sayılı Kurul Bülteni ile kamuya duyurulmuştur. Bu kapsamda; 1) Enflasyon muhasebesi uygulamasında finansal raporların bildirimi için ek süre kullanabilme imkanının tanınması ve yönlendirme farklılıkları nedeni ile finansal raporların ilanında farklı ilan tarihlerinin ortaya çıkmış olması sebepleriyle II-14.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği"nin 12/A maddesinin dördüncü fıkrası ve 18'inci maddesinde yer alan hükümlerin uygulanmasında karşılaşılabilecek tereddütlerin giderilmesi kapsamında, Kurul

Kararı'nda ek süre verilen finansal raporlama dönemleri ile sınırlı olmak üzere, bağlı ortaklık, iş ortaklığı veya iştirak niteliğinde olan ihraççı veya sermaye piyasası kurumunun, ana ortaklığı, ortak girişimcisi veya yatırımcı şirketi (yurt dışında yerleşik işletmeler dahil) ile aynı anda veya daha önce finansal raporlarını açıklayamaması durumunda;

i) Ana ortaklığı, ortak girişimcisi veya yatırımcı şirketin konsolide finansal raporlarının yayımlanması ile aynı zamanda olacak ve konsolide finansal tablolar ile dipnotlarında açıklanan veya ek olarak yatırımcılara sunulacak, doğrudan işletme hakkında yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek önemli nitelikteki tüm bilgileri içerecek şekilde anılan bilgilerin enflasyon düzeltilmesine tabi olup olmadığı, bağımsız denetimden geçip geçmediği, daha sonra kamuya duyurulacak tam set finansal raporlar ile fark oluşmasının beklenip beklenmediği ile ana ortaklığı, ortak girişimcisi veya yatırımcı şirketinin finansal raporlarının açıklandığı yer ve bu açıklamaya nasıl ulaşılabileceği hususlarını belirtmek,

ii) Finansal raporlamadan sorumlu yönetim kurulu üyesi ile açıklamayı yapan ihraççı veya sermaye piyasası kurumunun genel müdürü veya finansal raporlamadan sorumlu yöneticisinin, açıklanan bilgilerden sorumluluğa ilişkin bir beyanın da eklenmesi, suretiyle konsolide edilen ihraççı veya sermaye piyasası kurumunun Kurulumuzun ilgili düzenlemeleri kapsamında kamuya açıklamada bulunmasına,

2) Emeklilik yatırım fonlarının 2023 yılı finansal raporlarında enflasyon muhasebesi uygulanmasına gerek bulunmadığına, sonraki dönem raporlamaları için ise Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun emeklilik şirketlerinin enflasyon muhasebesi uygulamasına yönelik alacağı kararların takip edilmesine karar verilmiştir." ifadelerine yer verilmiştir.



TARİHTE BU AY

Tarihte Ocak Ayı
(Celali Yılmaz)

Ocak, yeni yılla birlikte başlatılan sistem değişikliklerinin ayıdır. İMKB ilk işlemine Ocakta başladı, paradan altı sıfır atılıp YTL'ye Ocakta geçildi, Avrupa'da Euro Ocakta yürürlüğe girdi...

● **5 Ocak 1973:** Bankaların ikramiye olarak apartman katı vermesi yasaklandı. O dönem bankalar, hükümet tarafından belirlenen düşük sabit faiz oranları nedeniyle rekabeti çekilişle hediye (ev, oto, nakit ikramiye...) vererek yapıyordu. Faiz oranlarının serbest bırakılması, 1 Temmuz 1980'de mümkün oldu.

● **24 Ocak 1980 Kararları:** Ekonomik istikrarsızlığın giderilmesi amacıyla, liberal ekonomiye geçiş amaçlı yapısal dönüşüm program başlatıldı. Önce %32,7 oranında devalüasyon yapılarak günlük kur ilanı uygulamasına gidildi, Devletin ekonomideki payını küçülten önlemler alındı, üretimin azalması ve karaborsacılığın oluşması gibi nedenlerin ortadan kaldırılması için kamu harcamalarının sınırlandırılması, ücretlerin düşürülmesi, serbest döviz kuru gibi ekonomik önlemler alınması gibi tedbirler içeren bir program uygulanmaya başladı.

● **İMKB Öncesi** mevcut olan MKKB'nin faaliyet gösterdiği son Ocak ayında (1985) sadece iki tahvil ve dokuz hisse senedinde işlem gerçekleşti. Oysa o tarihte borsaya 500'den fazla tahvil, 400'den fazla hisse senedi kayıtlıydı.

● **3 Ocak 1986:** Resmi açılışı 26 Aralıkta yapılmış olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi işlemleri başladı.

● **5 Ocak 1995:** 1 milyon liralık banknot tedavüle çıktı (değeri yaklaşık \$25 idi). Aynı gün "5 bin TL" ve "10 bin TL" kupürlü banknotlar ise tedavülde

onuncu yıllarını doldurmadan piyasadan çekildi. (Bir Milyon TL'lik banknot, on yıl sonra altı sıfırı atılarak 1 Ocak 2005'den itibaren "1 YTL" olduğunda, 1 dolar etmiyordu.)

● **31 Ocak 2004:** TL'den 6 sıfır atılması ve Türkiye Cumhuriyeti devleti para biriminin *Yeni Türk Lirası* olmasını öngören kanun, Resmi Gazetede yayımlandı. Geçiş tarihi 1 Ocak 2005 olarak belirlendi. Bu durum, Cumhuriyet dönemi birikimli enflasyon oranının "Yüzde bir milyon" olduğunun tescilli anlamına geliyordu.

● **1 Ocak 2005:** YTL uygulaması başladı. 30 Aralık 2004'de **1.325.741,00 TL** olan USD kuru, 1 Ocak 2005 günü **1,3427 YTL** oldu.

● **1 Ocak 2015:** YTL uygulaması sona erdi, TL'ye geri dönüldü. USD kuru **2,33 TL** oldu.

● **4 Ocak 1999:** O dönem 11 Avrupa ülkesinin yeni para birimi olan **Euro** hayata geçti. İlk işlem günü EUR/USD kuru 1,1810 oldu.

● **17 Ocak 1792: Dolar işareti doğdu.** "\$" ilk kez George Washington için ihraç edilen bir ABD Hazine bonosu üzerinde gözüktü.

● **4 Ocak 1865:** NYSE Manhattan'da Broad Street ve Wall Street'in köşesindeki şimdiki binasına taşındı. Aynı günlerde İstanbul'da faaliyet gösteren menkul kıymetler Borsası'nın şimdikiye kadar dolaştığı semtler (Galata, Eminönü, Şişli, Cağaloğlu, Karaköy, İstinye) biliniyor ama kullandığı mekânların sayısı tam bilinmiyor.

● **30 Ocak 1930:** Piyasada döviz sıkıntısının artmasıyla hükümet "Kambiyo İhtiyaç Listesi" yayınladı. Buna göre; Avrupa'ya gideceklerin *meşru mazeretleri olup olmadığı* araştırılacak, sonra belli bir miktar döviz almasını müsaade edilecek, tacirler ancak *günlük ihtiyaçları kadar* döviz alabilecek, bankaların döviz işlemleri daimi kontrol altında bulundurulacak, bankalar satın aldıkları döviz başkasına sataamayacaktır.

● **16 Ocak 1938:** İstanbul'daki borsanın kapatılarak 1 Nisan'dan itibaren



"Ankara Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" açılacağı haberi gazetelere düştü. Karar Ankara'da **14 Ocak** günü verilmişti ama İstanbul iki gün sonra duyabildi. İstanbul'daki borsacılar kararın değiştirilmesi için çok uğraşır ama sonuç alamaz. Borsa'nın Ankara'ya taşınmasına dair kararname **19 Ocak 1938** günü Resmi Gazetede yayımlanır.

Ocak ayı, tarihin en büyük insider işlemlerin ve kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin başladığı aydır.

● **9 Ocak 1790:** A.B.D.'nin kurucularından ilk Hazine Bakanı Alexander Hamilton, maliye ve ekonomi politikasına ilişkin meşhur 40 bin kelimelik Kamu Borcu raporunu Kongre'ye sundu. O vakitler, bağımsızlık savaşı harcamalarıyla 77 milyon (bugünkü 3 milyar) dolara fırlamış olan devlet borcunu temsil eden ve halkın elinde bulunan devlet tahvillerinin değeri neredeyse sıfıra inmişti. Hamilton raporunda, devletin *piyasadaki tahvilleri nominal değerden geri almasını* teklif etti. Bunu duyan Kongre üyeleri, tarihin en büyük *insider* örneğini gerçekleştirdi. Hemen ülkenin her yanına dağılıp, halkın elindeki tahvilleri yok pahasına topladı.

● **23 Ocak 1895:** NYSE, halka açık şirketlerin yıllık mali tablolarını kamuya açıklamalarını ve pay sahiplerine dağıtımalarını önermesiyle, KAP sisteminin temelleri atıldı. HAO'ların finansal bilgilerini düzenli olarak kamuya açıklama mecburiyeti ancak SEC'in 1934'te kurulmasıyla yasalaştı. O zamana kadar, finansal bilgilere daha erken ulaşabilen Wall Street firmalarının müşterilerinden önce işlem yapma şansına sahip olmalarında problem görülüyordu. Teknik analizin babası sayılan Charles Dow ömrü boyunca kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin çıkması için uğraştı ama ömrü yetmedi. Yasa o öldükten 32 yıl sonra çıkarılabildi.

Ocak ayı, -bir Ekim olmasa da- borsalarda "Ocak Etkisi" olarak adlandırılan anomalilerin yaşandığı aydır. Ocak ayı etkisi, yatırımcıların Aralık

ayında vergi planlaması veya pozisyon kapatmaları nedeniyle sattıkları hisseleri yılbaşından sonra tekrar almasıyla ilişkilendirilir. O nedenle (belki de yeni takvim yılının başlamanın etkisiyle) tozpembe beklentilerin ve sonrasında hayatın gerçekleriyle yüzleşince ortaya çıkan çöküşlerin ayıdır. Dot.com balonu, Türkiye'de 1994 ekonomik krizi Ocakta patlamıştır.

● **8 Ocak 1829:** (Henüz ocak ayı etkisi ya da vergi düzenlemeleri icat edilmemişken) NYSE tarihinin en sessiz günü yaşandı. Piyasa açıldı ama o gün tek bir hisse bile el değiştirmede.

● **11 Ocak 1973:** Dow Jones Sanayi Endeksi rekor kırarak tarihinin en yüksekinde (1051,70) kapandı. Bir daha o seviyeyi geçmesi neredeyse on yıl alacaktı (tam tamına 3.583 gün).

● **7 Ocak 1973:** Ekonomik tahmin tarihinin en nadir anlarından biri yaşandı. Ülkenin önde gelen uzmanlarının hepsi, *boğa piyasasının başladığı* konusunda hemfikir. *The New York Times*'in finans editörü Thomas E. Mulaney, "ABD, tarihindeki hiçbir büyümenin kapsamı, gücü ve etkisiyle kıyaslanmayacak kadar rakipsiz bir ekonomik patlamanın ortasındadır," buyurdu. O sıralar Townsend, Greenspan & Co. danışmanlık şirketini yöneten Alan Greenspan, "Şu anki kadar eksiksiz bir boğa trendine rastlamak çok nadir olur." diyordu. ABD'de, 1973 ve 1974 yılları, ekonomi ve borsa için Büyük Buhran'dan sonra en kötü dönem oldu.

● **13 Ocak 1994:** Türkiye'nin kredi derecelendirme notunun düşürülmesi bahanesiyle başlayan borsa çöküşü, "5 Nisan Kararları"na kadar ve ekonomi tarihine "homemade kriz" olarak geçen ekonomik krizi tetikledi. Üç banka ve 17 aracı kurum kapandı.

● **13 Ocak 2000:** New York Ekonomi Kulübü'ne konuşan Fed Başkanı Greenspan, "10 yıl sonra bu günlere bakan biri, şu anda deneyimlediğimiz şeyin, insanlık tarihine damgasını vuran birçok spekülasyon coşku balonundan

biri olduğunu söyleyecektir" dedi. Ertesi gün, NASDAQ balonu %2,7 daha fazla şişti ve 4.064,27'den kapattı. Fakat çok sürmedi. *Dot.com* balonu sonunda patladı ve Nasdaq 1 yıl sonra 2.500'e, 2 yıl sonra 1.100'e, 3 yıl sonra da 800'e kadar düştü.

● **18 Ocak 2000:** Döneminin en popüler uzmanlarından biri olan Kemper Funds'ın başkan yardımcısı ve baş yatırım stratejisti *Robert Froelich*, *dot.com* balonu patlamadan hemen önce *WSJ*'deki yazısında: "İyi bir hisse senedi asla pahalı değildir. Artık yeni bir dünya düzenindeyiz. Yatırımcılar *Cisco*, *Motorola* ve *Intel*'e ne pahasına olursa olsun sahip olsunlar ve değerlendirme konusunda endişelenmesinler. Yatırımcıların hep doğru insanlara, doğru vizyona sahip şirketlerin hisse senetlerini fiyatları çok yüksek olduğu için elden çıkardıklarını görüyoruz. Bu, yapılabilecek en büyük hatadır. Boğa piyasasını kaçıranlar, değerlemeyi anlamaya çalışırken kenarda duranlardır." buyurdu. Froelich'in bu sözler için zamanlaması pekiyi değildi. İzleyen günlerde *dot.com* balonu patlayınca kenarda duranlar kurtuldu.

● **21 Ocak 1980:** Altının ons \$850'ye ulaştı. Manhattan'ın kuyumcular bölgesinde, insanlar yüzüklerini ve bileziklerini nakde çevirmek için sıraya girdiler. Sarraflar, fiyatın *Temmuza kadar \$1.000'e çıkacağını* öngördüler. ABD Hazine Bakanı G. William Miller "Şu an altınımızı satmak için uygun bir zaman değil," dedi. Ertesi gün altın \$145 düştü, daha sonra \$300'ün altına indi ve bir daha 28 yıl boyunca (2008'e kadar) o fiyatı görmedi.

● **31 Ocak 2000:** Tam internet balonu patlamak üzereyken, 17 *dot.com* şirketi Amerikan Futbolu sezon finali *Super Bowl* yayınlanırken ekrana çıkacak TV reklamları için saniyede 73 bin dolar harcadı, bunların üçü, daha maç bitmeden (büyük ölçüde bu reklamlara harcadıkları paralar yüzünden) iflasa başvurdu. Benzer bir olay, 24 yıl sonra Türkiye'de yaşandı. Bir şirket Temmuz 2023'te Galatasaray ile bir sponsorluk anlaşması yaptı. Bu anlaşmaya göre şirket, Galatasaray'a 42

milyon TL ödeyecekti. Şirket altı ay geçmeden konkordatoya başvurduğunda, nedenin bu sponsorluk anlaşması olduğu ifade edildi.

Ocak ayı borsa balonları dışında, saadet zincirleri için de hareketli bir aydır:

• **25 Ocak 1997:** Arnavutluk'ta ülkenin üçte ikisinin yaklaşık 1.5 milyar dolar para yatırdığı bulaştığı saadet zinciri hızla çöktü. Ülkede 19912'de serbest seçimleri yapıp piyasa ekonomisine geçilmesinden sonra, piyasaya çok sayıda saadet zinciri çıktı. Yatırımcılarına ayda %10-25 arası faiz ödeme sözü veren saadet zincirleri hızla çoğaldı. Ancak tümü birbiri ardına çökünce ülke iç savaşın eşiğine geldi, büyük bir anarşi başladı, sokaklarda iki bin kişi öldü. Başbakan istifa etti, başbakan yardımcısı bir stadyumun tuvaletinde saklanırken bulundu. Ülkede sıkıyönetim ilan edildi. Çoğu kara para aklama ve silah kaçakçılığının vitrini durumundaydı, hatta bazıları hükümet yetkilileri tarafından yürütülmekteydi. Saadet zincirinde batan meblağ Arnavutluk'un o zamanki GSYİH'sinin neredeyse yarısıydı. Yunanistan ve İtalya gibi komşu ülkelerde çalışan gurbetçiler de evlerini, arabalarını satıp sisteme para yatırmışlardı.

• **19 Ocak 1998:** Arnavutluk'taki ölçekte olmasa da Titan Saadet Zinciri adı altında otuz bin kişiden 73,5 milyon mark toplayan Kenan Şeranoğlu ile yedi sanık dolandırıcılık suçuyla çeşitli para ve hapis cezalarına mahkum edildiler. O zaman zincire katılım ücreti 2.450 mark idi. Şeranoğlu 23 yaşına kadar Almanya'da kuaförlük yaptıktan sonra, 31. yaş gününe 405 bin dolarlık Lamborghini'siyle gelince dikkatleri üzerine çekmişti. "Yaptığım iş ticari ahlaka aykırı olabilir ama yasalara aykırı değil," diye savunma yapan

Şeranoğlu, Rahşan Affi olarak da bilinen yasadan yararlanarak Şubat 2008'de tahliye oldu.

• **11 Ocak 2002:** Lehman Brothers'ın Cleveland şube müdürü Frank Gruttaduria kayboldu, bir ay boyunca kimse ondan haber alamadı. Meğer 10 yıl boyunca, 300'e yakın müşterisinin parasını zimmetine geçirmiş, onlara hesapların hep büyüdüğünü söylemiş, lüks içinde yaşamış ve sonunda \$200 milyonluk müşteri parasını yok etmişti. Peşine düşen FBI yakalayamayınca kendisi gelip teslim oldu. Dört yıl yatıp çıktı, kendisi gibi *amatör, beyaz yakalı, ilk kez suç işleyenlere tavsiyeler içeren Adalet Sancağı'nın Altında* (Under the Banner of Justice) başlıklı bir kitap yazdı.



AYIN FİKRİ

Sabit Kripto Paralar (Stablecoins): İşleyişi, Türleri, Riskleri ve Düzenlenmesi

(Barbaros Yalçınar)

2009 yılında Bitcoin'in ortaya çıkması ve ardından diğer kripto paraların onu izlemesiyle dünya resmi para birimlerine rakip olabileceği düşünülen yeni bir tür araca kavuşmuştur. Ancak zamanla herhangi bir dayanak varlığa bağlı olmadan çıkarılmış olan Bitcoin'in yüksek volatiliteye sahip olması bir ödeme aracı olmasını zorlaştırmış, daha çok spekülasyon bir yatırım aracı haline gelmiştir¹.

Müteakiben çıkan ve İngilizcede "stablecoins" (sabit kripto paralar) olarak adlandırılan kripto varlıklar ise karşılığında rezerv tutulması veya çeşitli algoritmaların kullanılması gibi stabili-

zasyon yöntemleri kullanarak değerlerini belirli bir varlığa sabit tutmaya çalışan kripto paralar. En çok kullanılan sabit kripto paralar değerlerini başta ABD doları (dolar) olmak üzere bir resmi para biriminin değerine sabitlemiş olduğundan, resmi paralara en çok benzerlik taşıyan kripto paralar haline gelmişlerdir. Sabit kripto paralar, Bitcoin gibi kripto paraların kriptolojiye dayalı yüksek güvenlik sağlaması ve merkeziyetsiz olması gibi avantajlarını taşıırken, fiyatlarının dolar gibi paralara cıpalanmış olmasıyla istikrarlı bir değere sahip olma avantajını da sunmaktadırlar.

Basitçe anlatmak gerekirse 1 dolarlık bir sabit kripto para alan yatırımcıya talep ettiğinde karşılığında verdiği 1 doları nakit geri alabileceğine yönelik söz veren ihraççı bir şirket bunu destekleyecek şekilde nakit veya diğer varlıklardan oluşan rezerv tutmaktadır. Arkasında rezervler olması, talep edildiğinde nakdin geri alınabilmesi gibi unsurlar sabit kripto paraların değerlerini korumalarını ve fiyatlarındaki volatilitenin sınırlı olmasını sağlamaktadır. Halihazırda en popüler sabit kripto para Tether (USDT) olup, onu USD Coin (USDC) izlemektedir. Sabit kripto paraların toplam piyasa kapitalizasyonu 124 milyar dolara ulaşmış olup², tüm kripto para kapitalizasyonunun yüzde 10'u civarındadır.

Günümüzde kripto borsalarında Bitcoin ve Ethereum başta olmak üzere kripto varlıkların alım satımında resmi paralar ve banka hesapları kullanılmadan, büyük ölçüde sabit kripto paralar kullanılmaktadır. Bu çerçevede Tether satın Bitcoin alan bir yatırımcı daha sonra örneğin kriptolarda düşüş trendi başladığında, kripto varlıkları satarak Tether'e geçebilmekte, böylelikle kripto ekosistemi içinde nakde dönebilmektedir. Yatırımcıların borsalarda tuttıkları nakitler, kripto para şeklinde olduğu için herhangi bir finans kurumu kullanılmadan Tether vd. sabit kripto paralar kolaylıkla başka borsalara ve ki-

¹ Bitcoin'in bir ödeme aracı olmasının zor olduğuna ilişkin en iyi örnek 2010 yılında 10.000 bitcoin karşılığında 2 büyük pizza alınması gösteri-

lebilir. 10.000 Bitcoin'in değeri şu anki piyasa fiyatlamaları çerçevesinde 340 milyon dolar civarındadır.

² <https://www.coingecko.com/tr/categories> sayfasındaki verilere göre. Tether'in kapitalizasyonu 84 milyar dolar olup, toplamın yüzde 68'ine denk gelmektedir. Onu 25 milyar dolarla USDC izlemektedir.

şisel cüzdanlara aktarabilmektedir. Sabit kripto paralar aynı zamanda merkezî finans (DeFi)³ alanında da yoğun olarak kullanılmaktadır.

Sabit kripto paraların çeşitli türleri bulunmakta olup, söz konusu türlere ilişkin ayırımlardan en önemlisi, teminata dayalı olarak çıkarılanlar ve belli bir teminata dayalı olarak çıkarılmayanlar (algoritmik sabit kripto paralar) şeklinde özetlenebilir. Teminat karşılığı çıkarılanlar ise klasik finansal varlıklara dayananlar ve blokzincir üzerindeki varlıklara dayalı olarak çıkarılanlar olarak ikiye ayrılabilir. Klasik finansal varlıklara dayalı çıkarılanlardan en yaygını nakit dolar karşılığı çıkarılan sabit kripto varlıklardır. Bu tip paraları çıkaran şirketler blokzincir üzerinde oluşturularak ihraç edilen sabit kripto paralar karşılığında toplanan nakdi banka hesaplarında tutmaktadır⁴. Ancak bazı sabit kripto paralarda toplanan teminatlar çeşitli finansal varlıklara yatırılmakta⁵, bu da rezerv olarak tutulan varlıkların değerinin dalgalanmasına yol açabilmekte ve belirli bir risk yaratmaktadır. Rezervleri nakit olarak tutulan sabit kripto paralar elektronik para şirketlerine⁶, rezervlerini tahvil gibi çeşitli finansal varlıklara yatıranlar ise para piyasası fonlarına⁷ benzerlik taşımaktadır. Nakit ve finansal varlıklara dayalı olarak çıkarılan sabit kripto paralarda, rezervler çeşitli saklama kuruluşlarında saklandığından, varlık kompozisyonuna ve toplam rezerv tutarına ilişkin şeffaflığın yüksek olması gerekmektedir. Örneğin, geçmişte Tether'in rezervlerinin yetersiz kaldığına ilişkin haberler çıkmış ve New York Başsavcılığı rezervlerinin düşük olduğu konusunda Tether'i suçlamıştır. Ayrıca Tether rezervlerinde yüksek miktarda riskli özel sektör tahvili tuttuğunu açıklamıştır. Öte yandan blokzincir üzerin-

deki kripto varlıklara dayalı olarak çıkarılan sabit kripto paralarda varlıklar blokzincir üzerinde şeffaf bir şekilde görülebildiği için böyle bir kontrol mekanizmasına ihtiyaç bulunmamaktadır⁸. Ancak doğal olarak, teminat olarak tutulan kripto paraların değerleri düşebileceğinden, daha yüksek oranda teminatlandırmaya gidilmektedir (overcollateralization) Algoritmik sabit para birimleri ise belirli bir teminata dayalı olarak çıkarılmayıp, çeşitli mekanizmalarla fiyat sabit tutulmaya çalışılmaktadır. Bunlardan en çok tanınanlarından biri olan ve piyasa kapitalizasyonu 18 milyar dolara kadar ulaşan Terra USD (UST) 2022 yılı Mayıs ayı başında çöküş yaşamıştır.

Diğer kripto varlıkların aksine, sabit kripto paralar çoğunlukla kar amacı güden şirketler tarafından çıkarılmaktadır. İhraççı bir şirket toplanan fonları bankalarda veya çeşitli sermaye piyasası araçlarında rezerv olarak tutmaktadır. Ancak sabit kripto paralarla ilgili olarak en tartışmalı konulardan biri de teminat olarak tutulan bu fonların riskli varlıklara plase edildiğinde rezervlerin erimesi olasılığı ve yatırımcıların haklarını koruyacak şekilde teminat olarak tutulan fonların şirket varlıklarından ayrıştırılmasına yönelik bir hukuki bir düzenleme bulunmamasıdır. Bu çerçevede sabit kripto paralar herhangi bir özel düzenlemeye tabi olmayan şirketlerin yükümlülüğüdür⁹.

Sabit kripto paralar halihazırda büyük oranda kripto ekosisteminde kullanılmasına rağmen, ileride özellikle dünya çapındaki internet üzerinden yapılan alımlar gibi ticari ödemelerde kullanılabilmesinin gündeme gelebileceği düşünülmektedir. Öte yandan bankacılık sistemi aracılığının masraflı ve yavaş olması nedeniyle özellikle gelişmiş ülkelerde çalışan yabancı işçilerin kendi

ülkelerine nakit transfer etmesinde sabit kripto paraların kullanılması potansiyeli olduğu değerlendirilmektedir. Özellikle finansal sistemi çok gelişmemiş olan ülkelerde, sabit kripto paralar finansal sisteme katılımı yükseltebilir. Ancak sabit kripto paraların kripto ekosistemi dışına çıkarak başka alanlarda yayılarak büyümeleri, bunlardan kaynaklanan riskleri daha önemli hale getirecektir.

Sabit kripto paralar önem kazandıkça merkez bankalarının para politikalarını, bankacılık sektörünü, sermaye piyasalarını etkileyecek bir büyüklüğe ulaşabilir. Öte yandan, kara para aklama ve terörizm, yatırımcıların korunması gibi düzenleme ve gözetim alanlarını da yakından ilgilendirmektedir. Bu çerçevede sabit kripto paralar çeşitli riskler taşımaktadır.

Tether başta olmak üzere en çok kullanılan sabit paralar, kripto piyasaları açısından kritik öneme haiz hale gelmiştir. Rezervlere olan güvensizlik gibi bir nedenle Tether gibi en çok kullanılan sabit kripto parada yaşanabilecek bir kaçış, kripto piyasalarında likiditenin ve işlemlerin durması, krizin geleksel finansal sisteme bulaşması riskini barındırmaktadır. Kripto borsalarında yaşanabilecek böyle bir çalkantıda yatırımcıların maddi varlıklarının bir kısmını kaybetmeleri durumunda ayrıca refah ve güven etkisi ile ekonomi ve finans piyasaları üzerinde olumsuz etkide bulunabilir.

Sabit kripto paralar ile klasik finans sistemini bağlayan en önemli bağ rezerv olarak tutulan varlıklardır. Rezervlerin bankalarda tutulduğu durumda, sabit kripto paralar karşılığında tutulan rezervlerin aniden çekilmesi bankaları olumsuz etkileyebilecektir. Rezerv olarak tutulan fonların tahvil gibi çeşitli riskli sermaye piyasası araçlarında de-

³ DeFi; kripto ekosisteminde herhangi bir finansal aracıya gerek kalmadan gerçekleştirilen merkezî finans işlemlerine verilen addır. DeFi işlemlerine örnek olarak kredi alma, kredi verme, merkezî finans borsa işlemleri verilebilir.

⁴ Tamamen nakde dayalı olarak çıkarılan sabit kripto paralar "tokenized funds" olarak sınıflandırılmaktadır.

⁵ Toplanan fonların çeşitli finansal varlıklara yatırıldığı sabit kripto paralar "off-chain collateralized stablecoin" olarak adlandırılmaktadır.

⁶ Ülkemizde de düzenlenmiş olan elektronik para kuruluşları, temelde topladıkları fon kadar elektronik para ihraç eden kuruluşlardır.

⁷ Para piyasası fonları (Money Market Funds; MMF), fonlarını kısa vadeli finansal varlıklara yatıran yatırım fonlarıdır. Ülkemizden farklı olarak ABD gibi ülkelere para piyasası fonların pay değerinin asgari 1 dolar olması hedeflenmektedir. 2008 krizinde para piyasası fonları yaşanan krizde rol oynamış ve kriz sonrasındaki finansal reformlarda önemli bir başlık olmuştur. Para piyasası fonlarının aksine, sabit kripto paraları tu-

tanlar rezervlerde oluşabilecek bir değer artışından faydalanamamaktadır. Örneğin USDT 1 dolara sabitlenmiş durumdadır.

⁸ Blokzincir üzerindeki kripto varlıklara dayalı olarak çıkarılan sabit kripto paralar "on-chain collateralised stablecoin" olarak adlandırılmaktadır. MakerDAO tarafından çıkarılan DAI sabit para birimi buna en iyi örneklerden biridir. Çıkarılan her DAI karşılığında 1.5 katı kadarlık bir Ethereum (ETH) tutulmaktadır.

⁹ Bitcoin ve diğer kripto varlıklarda ise böyle bir yükümlülük veya varlık bulunmamaktadır.

ğerlendirilmesi durumunda ise sermaye piyasalarında yaşanabilecek düşüşlerde sabit kripto paralara karşılık tutulan rezervler değer kaybedebilir ve ayrıca rezervler konusunda endişelenen yatırımcıların sabit kripto paralarından kaçmaları durumunda rezerv olarak tutulan sermaye piyasası araçlarının daha da fazla satılması, sermaye piyasalarında dalga boylarının artmasına yol açabilir.

Özellikle yüksek enflasyonun olduğu, yerel para biriminin değer kaybettiği ve yatırımcıların dolara yöneldiği gelişen ülkelerde, sabit kripto paralar yeni bir alternatif oluşturarak, dolarizasyonu hızlandırabilir ve ülkeden fon çıkışını hızlandırarak para politikasını, finansal gelişmişliği, ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilir. Sabit kripto paralara ilişkin önemli bir alan da yatırımcıların korunmasıdır. Finansal varlıkların değer kaybetmesiyle rezervlerin erimesi durumunda yatırımcıların paralarını geri alamamaları durumu ortaya çıkabilecektir. Sabit kripto paralar ayrıca kara para aklama ve terörizmin finansmanı gibi yasa dışı aktivitelerde kullanılabilir. Tüm bu alanlara ilişkin olarak düzenlemeler yapılması gerekmektedir.

Sabit kripto paralar, uzunca bir süre sadece kripto piyasaları ilgilendiren bir konu olmuş, finans piyasalarının düzenlenmesinden sorumlu olan kurumların radarına girmemiştir. Ancak Facebook/Meta Libra denemesi bu durumda değişiklik yaratmıştır. Facebook/Meta gibi milyarlarca kullananı olan bir sosyal medya platformunun bir ödeme aracı olarak sabit kripto para birimi çıkarması durumunda, müşteri bilgilerine ve işlemlerine yönelik hakim pozisyonunu da kullanarak, dünya çapında ciddi bir ödeme aracı oluşturma ve gelişmiş ülkelerin bile senyör ve para politikalarını etkileme potansiyeli endişe yaratmıştır. Facebook'un Libra (sonradan Diem ola-

rak adlandırılmıştır) projesi hükümetlerden ve düzenleyici kurumlardan gelen baskılarla sonlandırılmıştır.

Libra projesi ile birlikte sabit kripto paralara yönelik olarak düzenleyici kurumlardan ilk tepkiler gelmiştir. Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board, FSB¹⁰) küresel sabit kripto para (Global Stable Coin, GSC) kavramını ortaya koymuş ve birden fazla ülkede kabul görmüş olmayı GSC'nin şartı olarak benimsemiştir. FSB, sabit kripto paraların ödemeler sistemine verimlilik getirme ve finans sistemine katılımı artırma potansiyeli bulunmakla birlikte küresel çapta kabul görecektir bir GSC'nin sistemik açıdan önem kazanma ve finans sistemine yönelik mevcut düzenleme ve gözetimin etkinliğini olumsuz etkileme risklerine dikkat çekmiştir. Bu çerçevede FSB küresel sabit kripto paraların düzenlenmesine yönelik genel nitelikte tavsiyeler yayınlamıştır¹¹.

ABD'de hazırlanmış olan çeşitli yasa tasarıları bulunmakla birlikte bugüne kadar kripto paralara yönelik dünya çapında en kapsamlı düzenleme Avrupa Birliği(AB)'nde yürürlüğe girmiştir. AB'de finans piyasalarına ilişkin mevcut mevzuatın, yetersiz kalacağı değerlendirildiğinde, kripto paralara yönelik üye ülkeleri bağlayan bağimsiz bir düzenleme (Markets in Crypto-Assets, MICA) yürürlüğe girmiştir. MICA kripto ekosistemine yönelik genel bir düzenleme olup, sabit kripto paralara ilişkin hükümler de içermektedir. Düzenlemede sabit kripto para ifadesi yer almamakla birlikte, buna denk gelen varlık referanslı tokenler (asset referenced tokens, ART) ve elektronik para tokenleri (electronic money tokens, EMT) olmak üzere iki farklı tanım getirmiştir. ART ve EMT arasındaki en önemli fark EMT'nin tek bir resmi para birimine endekslili ve bu para biriminde tutulan nakit rezervlere dayalı. bu nedenle de

elektronik para tanımına yakın olmasıdır. ART ise resmi para birimleri dahil başka her türlü varlığa dayalı olarak çıkarılabilmektedir. Ayrıca FSB'nin GSC tanımına benzer bir şekilde "önemli" (significant) ART ve EMT kavramı getirilmiş, belli bir büyüklüğün üzerindeki bu sabit kripto paralara yönelik daha yüksek şartlar getirilmiştir. MICA'da ART ve EMT'lere yönelik olarak, lisans alma, çıkar çatışmaları, paranın sabit tutulmasına ilişkin mekanizmalar hakkında bilgilendirme, yatırım kuralları ve teknik dokümana ilişkin asgari hususlar (white paper) gibi düzenlemeler getirilmiştir. MICA'nın hükümleri 2024 Aralık sonuna kadar uygulamaya girmeyecektir. Ayrıca mevcut şirketlerin uyum sağlaması için 18 aylık bir süre öngörüldüğü için, yatırımcılar ancak 1 Temmuz 2026 tarihinden itibaren tam olarak MICA hükümlerinin korumasından faydalanmış olacaklardır.

Dünyanın en büyük ekonomik bloklarından olan AB'de kripto piyasalarına ilişkin kapsamlı bir düzenleme getirilmesi, kripto piyasalarının küresel özelliği göz önüne alındığında olumlu bir gelişme olmuştur. Önümüzdeki dönemde ABD'de Kongre'nin ve düzenleyici kurumların kripto varlıklara ve faaliyet gösteren şirketlere karşı takınacağı tavır da önemli olacaktır.

Ülkemizde de yetişkinlerin yarısından fazlasının kripto piyasalarında yatırımcı olduğu¹² göz önüne alındığında, söz konusu yatırımcıların kripto ve klasik finans piyasaları arasında yatırımlarını dolaştırdığından, kripto piyasaları ile düzenlenen finans piyasaları arasındaki bağlantıların güçlenmeye başladığından söz edilebilir. Ayrıca sabit kripto paralar, dolara geçmek isteyen yatırımcılar için alternatif bir mecra oluşturmaktadır. Bu çerçevede sabit kripto paralarda yaşanacak bir çalkantının, yatırımcı güvenini etkileyerek ülkemizin ekonomisi ve piyasaları üzerinde etkili olma potansiyeli mevcuttur. Kripto varlıkların ve piyasalarının

¹⁰ Financial Stability Board, G20 altında çalışan ve olup, küresel finansal sisteme yönelik ilkeler ortaya koyan Basel/İsviçre merkezli uluslararası bir örgüttür. FSB'de G20 ülkelerinin merkez bankaları ve düzenleyici kurumlarının yanı sıra IMF, Dünya Bankası, BIS, OECD, IAS, IOSCO gibi uluslararası kurumlar da temsil edilmektedir. Bu kap-

samda, FSB hem G20 ülkelerini hem de uluslararası kurumların çalışmalarını koordine etmektedir.

¹¹ "High Level Recommendations for regulation, supervision, and oversight of "global stablecoin arrangements" küresel sabit kripto paraların düzenlenmesine ve gözetimine ilişkin genel tavsiyeler.

¹² Kripto borsası Kucoin tarafından yaptırılan "Türkiye'deki Kripto Kullanıcılarını Anlamak" başlıklı araştırmada; Türk yetişkinlerin yarısından fazlasının kripto yatırımı olduğu, kripto yatırımlarının TL'nin değer kaybına ve enflasyondaki artışa karşı bir korunma aracı olarak görüldüğü gibi sonuçlara ulaşılmıştır.

küresel niteliği göz önüne alındığında, AB ve ABD gibi büyük ekonomilerde getirilecek düzenlemelerin Türkiye dahil gelişen ülkelerdeki yatırımcıları olumlu etkilemesi beklenmektedir. Diğer taraftan kripto piyasalarına ilişkin küresel çaptaki düzenlemelere ek olarak ülkemizde yerel ekosistemin düzenleme altına alınmasında büyük fayda olduğu değerlendirilmektedir.



YURTDIŞI DEĞİŞİK UYGULAMALAR

Halka arzlarda fiyat tespit raporunu değerlendiren analist raporları üzerine bir değerlendirme
(Engin Yavuz)

Paylarının ilk halka arzını 2023 yılında gerçekleştiren borsada işlem görmeye başlayan şirketlerin sayısı 56 olarak gerçekleşti. Önceki yıl gerçekleşen 35 ilk halka arz ve 2021 yılındaki 32 ilk halka arz da göz önünde bulundurulduğunda bu son yıllarda ulaşılan en yüksek sayı oldu.

Öte yandan ülkemizde son dönemlerde yaşanan enflasyonist ortam nedeniyle halka arzlar sayılarından ve büyüklüklerinden ziyade, halka arz sonrası ikincil piyasada oluşan fiyat hareketleriyle de konuşulur oldular. Özellikle uzun zamana yayılan kesintisiz fiyat artışlarının her halka arzda tekrarlanması, kendi kendini besleyen bir kartopu etkisi yarattı. Bu durumun halka arzlara yatırım yapan bireysel yatırımcıların seçicilikleri üzerinde giderek olumsuz etki yaratarak fiyat gözetmeksin yatırım yapılan bir dönem oluşturduğuna ilişkin bazı söylemleri de beraberinde getirdi.

Geride bıraktığımız yılda gerçekleşen halka arzlar gerek katılım sağlayan yatırımcı sayıları gerek sermaye piyasaları aracılığıyla yaratılan fon miktarı olsun, birçok farklı bakış açısıyla analizlere konu edildi. Halka arzlar sonrası yaşanan ve piyasa profesyonellerinin de anlamlandırmakta güçlük çektiği fiyat hareketleri vesilesiyle halka arzların belki de izahnamele birlikte en önemli dokümanları olan fiyat

tespit raporlarına dair piyasa profesyonellerinin görüşlerinin de aynı bir analize konu edilmesinin faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

Bilindiği üzere payların ilk halka arzında pay fiyatının tespitine ilişkin sermaye piyasası mevzuatı uyarınca halka arz aracılık eden yetkili kuruluşlarca bir fiyat tespit raporu hazırlanmakta ve bu rapor halka arz öncesinde kamuoyuna açıklanmaktadır. Bu raporlarda Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak ilgili aracı kurum veya yatırım bankası kendi profesyonel yargılarını da kullanarak halka arz edilecek şirket paylarına dair en uygun fiyatı tespit etmeye çalışmaktadır. Halka arz fiyatının mümkün olduğunca doğru seviyelerde tespit edilmesi sermaye piyasalarındaki tüm paydaşlar için oldukça önem arz eden bir konu olduğundan Sermaye Piyasası Kurulu sadece fiyat tespit raporu düzenlenmesi zorunluluğu ile yetinmemiş, sermaye piyasalarının işleyişi açısından oldukça önemli başka bir uygulamayı da hayata geçirmiştir. Analist Raporları...

Düzenleme ile payların ilk halka arzı aracılığıyla sermaye piyasalarıyla tanışan birçok bireysel yatırımcının pay fiyatına dair daha kapsamlı bir değerlendirme yapabilmesi amacıyla halka arz fiyat tespit raporunun raporu hazırlamayan diğer yetkili kuruluşlarca analiz edilip, varsa yatırım kararlarını etkileyebilecek bulguların ve görüşlerin kamuoyuna açıklanması teşvik edilmektedir. Bu sayede yatırımcılar pay fiyatına dair sermaye piyasası profesyonellerinin değişik bakış açılarını da görme fırsatı bulmakta ve karar alırken daha geniş bir veri setine sahip olabilmektedirler. Bu açıdan ilgili analist raporlarının istenilen amaca hizmet edecek doğrultuda yüksek kalitede ve çeşitlilikle hazırlanmasının sermaye piyasalarının işleyişine önemli katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Bu bakış açısıyla analist raporlarına 2023 yılı özelinde daha yakından bakalım. Geçtiğimiz 2023 yılında gerçekleşen 56 ilk halka arzı ilişkin olarak yetkili kuruluşlarca toplam 347 adet analist raporu yayınlandı. Bu raporlar 38 farklı yetkili kuruluşca hazırlanmış olup, piyasada halka arz aracılık yapmaya yetkisi olan yaklaşık 60 aracı kurum ve yatırım bankası olduğu gözetildiğinde, 20'yi aşkın yetkili kuruluşun 2023 yılı içinde analist raporu düzenledikleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili mevzuatta analist raporu düzenlenmesine ilişkin bir zorunluluk öngörmemesinin etkili

olduğu düşünülebilir. Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesi uyarınca halka arzda satışa aracılık edecek yetkili kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son 12 ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı asgari 3 halka arzı ilişkin fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması gerekmektedir. Dolayısıyla pay ilk halka arzlarında aracılık yapmayı düşünmeyen yetkili kuruluşların gerçekleşen halka arzlarla dair görüşlerini analist raporları aracılığıyla paylaşmayı tercih etmedikleri anlaşılmaktadır. Analist raporlarının yetkili kuruluşlar arasındaki dağılımına biraz daha yakından bakınca aşağıdaki Tablo 1 karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 1'den de görüleceği üzere en fazla analist raporu hazırlayan 10 yetkili kuruluşun 2023 yılında düzenlenen 347 analist raporunun 226 tanesini, yani yaklaşık %65'ini hazırladıkları görülmektedir. Geriye kalan 28 kurumun ise 121 adet rapor düzenleyerek kurum başına ortalama yaklaşık 4 raporla Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesindeki asgari 3 adet rapor şartını yerine getirdikleri ve ötesine geçemedikleri sonucuna varılabilir.

Analist raporlarının halka arz edilen şirketler açısından dağılımı incelendiğinde ise Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. ile Gökür Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin 14 adet analist raporu ile halka arz fiyatına dair en çok görüş bildirilen halka arzlar oldukları ortaya çıkmaktadır. Bu şirketleri 13 adet analist raporu ile CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş. takip etmektedir. Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ise fiyat tespit raporuna ilişkin hiç analist raporu düzenlenmeyen tek halka arz olarak dikkat çekmektedir.

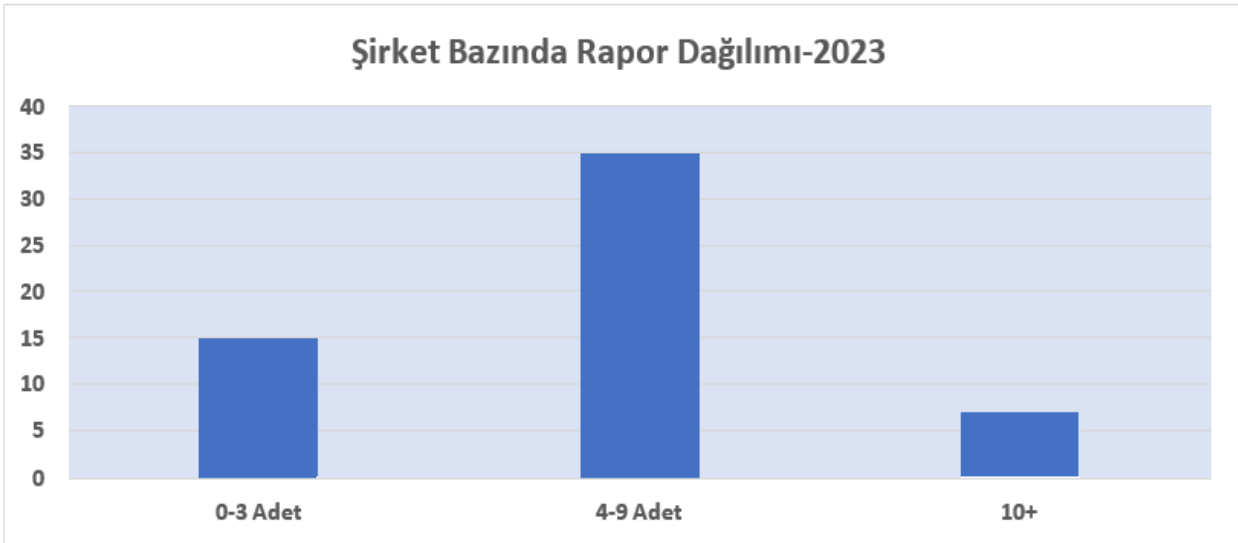
Tablo 2'de analist raporlarının 2023 yılında paylarının ilk halka arzını gerçekleştiren şirketler açısından dağılımı görülmektedir. Buna göre, 2023 yılında halka açılan 35 şirkete dair 4 ila 9 analist raporu düzenlenerek yetkili kuruluşlarca görüş bildirildiği ve 10 üzerinde görüş bildirilen halka arz sayısının sadece 7'de kaldığı dikkat çekmektedir.

Son olarak, yetkili kuruluşlarca hazırlanan analist raporlarıyla halka arz büyüklükleri arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını analiz etmek için toplanan fon büyüklüğü açısından 2023 yılının en büyük 10 pay ilk halka arzına dair analist raporu sayılarına Tablo 3'de yer verilmektedir.

Tablo 1



Tablo 2

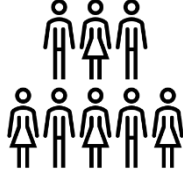


Tablo 3



Sonuç olarak, sermaye piyasası mevzuatımızda düzenlenmiş olan ve etkin bir şekilde işlemesi durumunda piyasadaki tüm paydaşların faydasına olacağı şüphesiz olan analist raporu düzenlenmesine ilişkin uygulamanın fiili durumda 2023 yılı özelinde istenilen seviyeye ulaşmadığı görülmektedir. Ülkemizdeki sermaye piyasalarının gelişmesinde en önemli kurumların başında gelen aracı kurum ve yatırım bankalarının büyük bir çoğunluğunun analist raporları aracılığıyla halka arz fiyatlarına dair görüşlerini kamuoyuyla paylaşmayı tercih etmedikleri ve payların ilk halka arzına dair analist raporlarının ağırlıklı olarak piyasadaki 10 yetkili kuruluş tarafından hazırlandığı sonucuna varmak abartılı olmayacaktır. Analist raporlarını düzenleyen yetkili kuruluşların çeşitliliğinin artması ve uygulamanın sektörün geneline yayılmasının hem doğru fiyat oluşumuna katkı sağlayacağı hem de hazırlanan fiyat tespit raporlarının kalitesini arttıracığı düşünülmektedir. Bu amaçla, Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesinde sadece halka arzlarda satışa aracılık edecek yetkili kuruluşların fiyat tespit raporu hazırlayabilmeleri için bir ön şart olan analist raporu düzenleme yükümlülüğünün, halka arza aracılık faaliyet izni bulunan tüm aracı kurumları ve yatırım bankalarını kapsayacak şekilde genişletilmesinin veya sermaye piyasalarımızın ulaştığı büyüklük göz önünde bulundurularak asgari 3 olan rapor şartının artırılmasının piyasalar için olumlu olacağı düşünülmektedir.

Önümüzdeki bültende analist raporlarının içeriği ve yetkili kuruluşlarca iletilen görüşlerin niteliksel analiziyle devam edeceğiz...



KATKIDA BULUNANLAR

Takım Üyeleri

Ahmet Tok
Aslı Küçükgüngör
Ayça Özer
Aynur Keskin
Barbaros Yalçın
Bülent Tokgöz
Celali Yılmaz
Dilek Balioglu
Döndü Duran
Egehan Coşkun
Elif Gönengör
Emrah Özbay
Engin Yavuz
Gökhan Demir
Güzin Taşkın
Haktan Yılğan
Kubilay Dağlı
Özge Kahraman
Samet Yıldırım
Seçil Sayın Kutluca
Selcan Olca Önen
Selen Derin
Selim Soydemir
Selin Silahyürekli Soylu

Tuğba Çakın

Yalçın Özge Okat

Zafer Sayar

Redaksiyon Komitesi

Ahmet Tok
Ali Cem Suca
Alp Tekince
Celali Yılmaz
Elif Gönengör
Eyüp Kadioğlu (Mizanpaj ve Dizayn)
İlker Evin
Melda Gürbüz