



İÇİNDEKİLER

1. Sermaye Piyasasında Bu Ay Konuşulanlar
2. Mevzuatta Bu Ay
3. Tarihte Bu Ay
4. Ayın Fikri:
 - Finansal Okuryazarlık ya da Finansal Eğitim Nedir?
5. Yurtiçi Yurtdışı Değişik Uygulamalar:
 - Halka Arzlarda Fiyat Tespit Raporunu Değerlendiren Analist Raporları Üzerine

www.sermep.org.trinfo@sermep.org.tr

SERMAYE PİYASASINDA BU AY KONUŞULANLAR

1. Borsa İstanbul'da pozitif hava devam ediyor.

Borsa İstanbul'da pozitif gidişat devam etmekte. Japonya ve İngiltere'nin teknik olarak resesyona girmesi gibi küresel ekonomideki olumsuz haberlerin Türk sermaye piyasalarını olumsuz etkilemediği görülmektedir. Nitekim, MKK tarafından paylaşılan Grafik-1'de görüldüğü gibi, 2023 yılı Kasım ayından itibaren yatırımcı sayısında görülen düşüşün, tersine dönmesi piyasalardaki olumlu havanın en büyük göstergelerinden birisidir. Buna paralel olarak halka arzların kaldığı yerden devam etmesi, pozitif havanın devam etmesine olumlu katkı sağlamıştır.

2. Bitcoin ETF'leri SEC'de onaylandı.

Geçtiğimiz ay ABD'de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), yatırım şirketlerinin müşterileri adına Bitcoin'e yatırım yapmasının önünü açan kararı onayladı. Bu kararla spot bitcoin borsasında işlem gören Borsa Yatırım Fonlarının (ETF'ler) emeklilik fonlarından yatırım portföylerine kadar tüm yatırım araçlarında kullanılması mümkün hale geldi. CoinShares'in son raporunda, Bitcoin borsa yatırım fonlarının hakimiyetindeki dijital varlık yatırım ürünlerine yılbaşından bugüne girişlerin 5,2 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği ifade edildi.

3. Sorumlu Yönetim İlkeleri yayımlandı.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) 16.02.2024 tarih ve 11/255 sayılı kararı

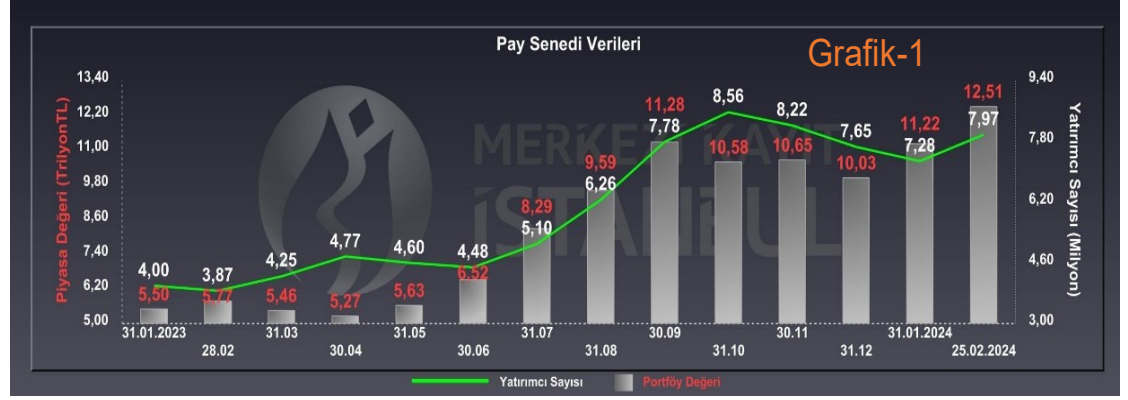
ile portföy yönetim şirketlerinin kurucusu oldukları menkul kıymet yatırım fonlarına yönelik "Sorumlu Yönetim İlkeleri"nin Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'e (Rehber) (13) no.lu madde olarak eklenmesine ve Rehber'in (4.3.) maddesinin (c) bendinde değişiklik yapılmasına karar verilmiştir. Söz konusu karar Mevzuatta Bu Ay Bölümümüzde işlenmiştir.

4. Kripto Düzenlemeleri ve Gri Listeden Çıkış

T.C. Hazine ve Maliye Bakanı Sn. Mehmet Şimşek, geçtiğimiz ay kripto varlıklarıyla ilgili yasal düzenlemeye dair değerlendirmelerini paylaştı. Şimşek, uluslararası uygulamalara benzer şekilde kripto varlıklarıyla işlem yapan tarafların risklerini azaltmak amacıyla adımlar attıklarını belirtti. Ayrıca, bu düzenlemenin FATF kapsamında yer alan adımlardan biri olduğunu vurguladı.

Bakan Şimşek'in açıklamalarına göre, kripto varlık alım satım platformlarına SPK tarafından lisans verilecek ve finansal kuruluşlara benzer asgari faaliyet şartları getirilecek. Faaliyet şartları, kurucu ve yöneticilere ilişkin şartlar, organizasyonel yükümlülükler, sermaye şartı, bilgi işlem altyapısı yükümlülükleri gibi konuları içerecek. Şimşek, düzenleme taslağında kripto varlıkların geniş anlamda tanımlandığını ve uluslararası düzenlemelere uyumlu olduğunu ifade etti.

SERMEP'TEN HABERLER

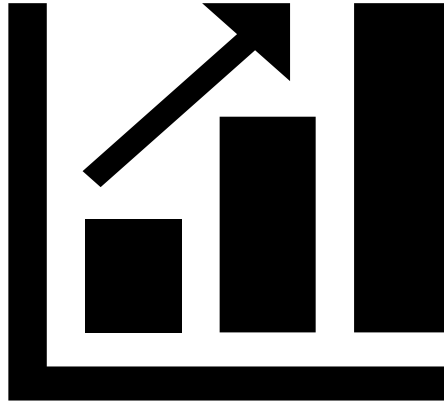


Şimşek, düzenlemenin vergiyi şu aşamada odak noktası olarak almayacağını belirtirken, platformlarda işlem görece krypto varlıkların belirlenmesine yazılı prosedür getirileceğini ve gerekirse müdahale edilebileceğini söyledi. Ayrıca, yatırımcıların varlıklarının sistim edilmesi riskine karşı saklama konusunun da düzenleme kapsamında ele alındığını açıkladı.

Şimşek, düzenlemenin Türkiye'nin FATF'in gri listesinden çıkmasındaki rolünü de değerlendirdi. Ülkenin krypto varlıklarıyla ilgili "kısmi uyumlu" olarak değerlendirildiği bölümün, teknik standartlarla ilgili olduğunu ve düzenlemenin yasallaşmasıyla birlikte bu eleştirilerin giderileceğini belirtti.

5. Yatırım Fonlarındaki Net Sermaye Akımları

Yatırım fonlarının portföy büyüklüğü Ocak ayında bir önceki aya göre %12 artışla 2 trilyon TL'ye yükselmiştir. MKK, fiyat etkisinden arındırarak fonlara net sermaye akımları verisini yayınlamakta olup, Ocak ayında en fazla sermaye girişi olan fon grubunun 89 milyar TL ile serbest fonlar olurken, bu fonu 43 milyar TL ile para piyasası fonlarının takip ettiği, ancak girişim sermayesi fonlarından 13 milyar TL'lik çıkış olduğu anlaşılmaktadır.



MEVZUATTA BU AY

1. Sermaye Piyasası Aracı İhraç Başvurularında Enflasyon Muhasebesi Uygulanmasına İlişkin Kurul Kararı hk.

SPK'nın 08.02.2024 tarihli Haftalık Bülteni'nde, "Kurul Karar Organı'nın 08/02/2024 tarih ve 9/221 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru" yayınlanmıştır. Anılan duyuruda;

"Kurul Karar Organı'nın 28.12.2023 tarih ve 81/1820 sayılı Kararı ile Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan Kurulumuz finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının, 31.12.2023 tarihinde veya sonrasında sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verildiği 28.12.2023 tarihli ve 2023/81 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni ile kamuya duyurulmuştur.

Bu kapsamda;

a) II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 11 inci maddesinin birinci fıkrasının (a), (b) ve (c) bentlerinde 1 Ocak-15 Şubat olarak belirtilen satış döneminin 2024 yılı için 1 Mart 2024 tarihine kadar uzatılmasına ve bu kapsamda II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 11 inci maddesinin birinci fıkrasının (ç) bendi uyarınca, bir sonraki dönemde

bağımsız denetimden geçmiş son dönem finansal tabloların izahnameye ek olarak verilmesine ilişkin hükmün bu satış dönemi için uygulanmamasına,

b) Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk defa halka arz edilmesi işlemleri ve yatırım kuruluşu varant ve sertifikaları dahil ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenecek izahnamede, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 11 inci maddesinde belirtilen esaslara ve sürelerle uygun olarak karşılaştırma imkanı sağlanmasını teminen enflasyon muhasebesi uygulanmış finansal tabloların yer almasına, (Örneğin; pay ihracına ilişkin izahnamede enflasyon muhasebesi uygulanmış 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal tablolar, borçlanma araçları ihracına ilişkin izahnamede ise enflasyon muhasebesi uygulanmış 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal tablolar)

c) Halka açık olan ortaklıkların, ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenecek izahnamede, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 11 inci maddesinde belirtilen esaslara ve sürelerle uygun olarak 31.12.2023 tarihinde sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal tablolar ile enflasyon muhasebesi uygulanmamış 31.12.2021 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemine ait yıllık finansal tablolar)

ç) İşbu Kurul Kararı tarihinden itibaren, VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 16 ncı maddesi kapsamında yapılacak sermaye artırımları başvurularında, enflasyona göre düzeltilmiş finansal tablolarda yer alan iç kaynakların esas alınmasına,

d) Yukarıdaki maddelerde belirtilenler dışındaki sermaye piyasası aracı ihraç başvurularında, ilgili Tebliğlerde belirtilen esas ve sürelerle uygun olarak 31.12.2023 tarihinde sona eren hesap dönemine ait yıllık finansal tablolardan başlamak üzere enflasyon muhasebesinin uygulanmasına,

e) Yukarıdaki maddelerde belirtilen açıklamaların özel hesap dönemine tabi ortaklıklar tarafından kendi hesap dönemlerine göre uyarlanmasına,

karar verilmiştir.

5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na tabi bankalar ve varlık yönetim şirketleri ile 03.06.2007 tarihli ve 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu'na tabi sigorta şirketleri ve 21.11.2012 tarihli ve 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasaruf Finansman Şirketleri Kanunu'na tabi ortaklıkların izahnamenin ya da ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin olarak Kurul'a yaptıkları başvurunun değerlendirilmesinde ve finansal tablo hazırlanması ile bağımsız denetim yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde, bu kuruluşların kendi özel düzenlemeleri uyarınca hazırlanan finansal tablo ve bağımsız denetim raporları esas alınır.

3. Halka arzlarda Kurul ücretlerine ilişkin 24.06.2016 tarihli ve 2016/20 sayılı Kurul Bülteni'nde yayımlanan 24.06.2016 tarih ve 20/710 sayılı Kurul Kararı'nın birinci maddesindeki payların ilk ve ikincil halka arzlarına ilişkin belirlenen indirimlerin uygulanmasına ve Kurul internet sitesinin (www.spk.gov.tr) "Basın Duyuruları" bölümünde yer alan 09.06.2022 tarihli basın duyurusunun birinci maddesinin yürürlükten kaldırılmasına karar verilmiştir." ifadelerine yer verilmiştir.

2. Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına Yönelik "Sorumlu Yönetim İlkeleri"nin Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber Ekleneşine İlişkin Kurul Kararı hk.

SPK'nın 16.02.2024 tarihli Haftalık Bülteni'nde, Kurul Karar Organı'nın i-SPK 52.4.aj (16.02.2024 tarihli ve 11/255 s.k.) sayılı İlke Kararı yayınlanmıştır. Anılan İlke Kararı ile; 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1 inci ve 54 üncü madde hükümleri çerçevesinde portföy yönetim şirketlerinin kurucusu oldukları menkul kıymet yatırım fonlarına yönelik "Sorumlu Yönetim İlkeleri"nin Kurulun i-SPK.52.4 (20.06.2014 tarih ve 19/614 s.k.) sayılı İlke Kararı olarak kabul edilen Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'e (Rehber) (13) no.lu madde olarak eklenmesine ve Rehber'in (4.3.) maddesinin (c) bendinde değişiklik yapılmasına karar verildiği kamuya ilan edilmiştir.

SPK'nın internet sitesinde yayınlanan **20.2.2024** tarihli basın duyurusunda da, portföy yönetim şirketlerinin kurucusu oldukları menkul kıymet yatırım fonlarına yönelik "Sorumlu Yönetim İlkeleri" düzenlenmesi konusunda aşağıdaki açıklamaya yer verilerek "Sorumlu Yönetim İlkeleri"ne ilişkin düzenleme metni kamuoyu ile paylaşılmıştır.

"Dünyada kolektif yatırım kuruluşları, kurumsal pay sahipleri olmaları nedeniyle etkin ve güçlü bir kurumsal yönetim aktörü haline gelmişlerdir. Bu kuruluşlar, sermaye piyasalarında istikrarı sağlama konusunda önemli bir rol üstlenmişlerdir. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz ile kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerin

kurumsal yönetim uygulamaları üzerindeki etkileri gündeme gelmiştir. Takip eden dönemde dünyanın pek çok ülkesinde kurumsal pay sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketlere yönelik gözetim ilkeleri olarak ifade edilebilecek **"stewardship codes"** adı altında düzenlemeler yapılmıştır.

Bu düzenlemeler temel olarak, kolektif yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından, çevresel, sosyal ve yönetim faktörleri de dikkate alınarak yatırım yapılan şirketlerin uzun vadede sürdürülebilirliğini sağlamaya yönelik politikalar belirlenmesini teşvik etmektedir. Böylelikle makro düzeyde de ekonomi, çevre ve toplum için sürdürülebilir nitelikte fayda yaratmak amaçlanmaktadır.

Bu çerçevede, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1 inci ve 54 üncü madde hükümleri çerçevesinde ülkemizde de bu alanda iyi uygulama standartlarının oluşturulabilmesini teminen Kurul Karar Organı'nın 16.2.2024 tarih ve 11/155 sayılı kararı ile, portföy yönetim şirketlerinin kurucusu oldukları menkul kıymet yatırım fonlarına yönelik **"Sorumlu Yönetim İlkeleri"** düzenlenmiştir. Anılan düzenleme kapsamında;

- Menkul kıymet yatırım fonu mal varlıklarının, ilgili tüm paydaşlar için uzun vadede değer yaratımı ile ekonomi, çevre ve toplum için sürdürülebilir nitelikte fayda sağlanması amaçlarıyla sorumlu şekilde yatırıma yönlendirilmesi, yönetimi ve gözetimine yönelik ilkeler belirlenmiştir.

- İlke seti, *"yatırım yapılan şirketlere yönelik izleme faaliyetleri"*, *"yatırım yapılan şirketler ile etkileşim faaliyetleri"*, *"ilgili tüm paydaşlar ile işbirliği faaliyetleri"*, *"yönetilen portföylerdeki varlıklara ait oy haklarının kullanımı"* ile *"çevresel, sosyal, yönetim faktörlerinin sorumlu yönetim politikasına dahil edilmesi"* konularında düzenlenen toplam **5 ilke**den oluşmaktadır.

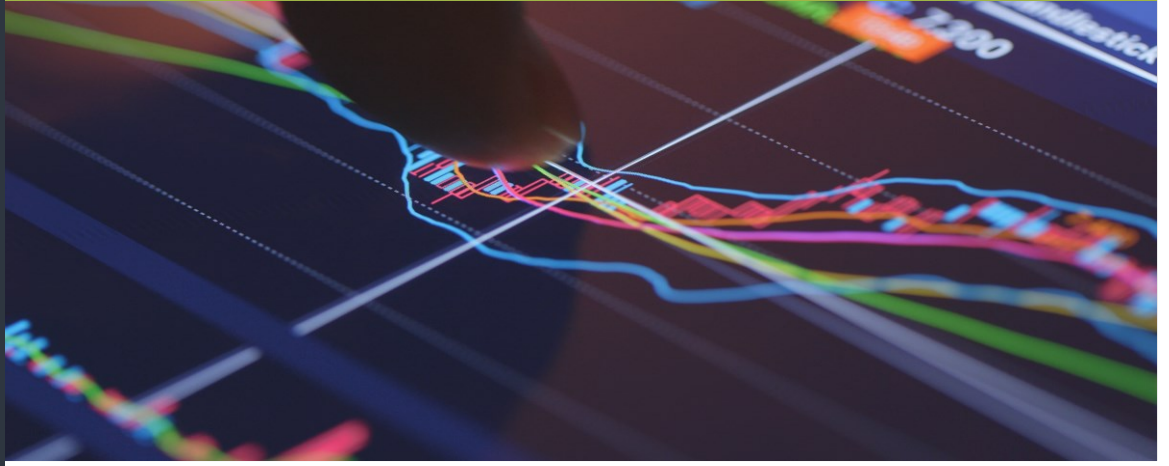
- "Uy ya da Açıkla" prensibi çerçevesinde düzenlenen sorumlu yönetim ilkelerine ilişkin olarak portföy yönetim şirketleri tarafından politika oluşturulması zorunlu değildir. Bununla birlikte, **en geç 31.12.2024** tarihi itibarıyla, sorumlu yönetim ilkeleri politikasının veya politika oluşturulmaması yönünde alınan karar ile gerekçesinin kamuya açıklanması gerekmektedir.

- Portföy yönetim şirketleri tarafından, sorumlu yönetim ilkeleri politikasında belirlenen esasların ne şekilde uygulandığı her hesap dönemini takip eden 60 gün içerisinde Kurulca standardı belirlenecek yıllık raporlar ile kamuya açıklanacaktır."

- Özel nitelikte olmayan serbest fonlar için anılan bent hükmü kapsamında portföy saklayıcısı tarafından yapılacak yatırımcı sayısı kontrolünde fon kurucusu/yöneticisi olan şirketin kurucusu/yöneticisi olduğu diğer yatırım fonları, borsa yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonlarının dikkate alınmayacağı yönünde değişiklik yapılmıştır.

3. Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de Yapılan Değişiklik hk.

- Resmi Gazete'nin 20.2.2024 tarih ve 32466 sayısında yayımlanan değişiklik ile, Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (VII-128.7)'in Geçici 10 uncu maddesinin birinci fıkrasında yer alan "31/1/2024" ibaresi "31/1/2025" olarak tadil edilmiştir. Anılan maddede, yatırım kuruluşları yardımcı personeli için ek geçiş süresi durumu düzenlenmiş olup, Tebliğ'in 6 ncı maddesinin üçüncü fıkrası ve geçici 5 inci maddesinin birinci fıkrasına göre yatırım kuruluşlarında yardımcı sıfatıyla üç yıllık çalışma süresini dolduran, ancak maddenin yürürlük tarihi itibarıyla lisans almaya hak kazanamayanların en fazla 31.1.2024 tarihine kadar yardımcı sıfatıyla çalışabilecekleri düzenlenmiş idi.



Yapılan değişiklik ile yatırım kuruluşlarının yardımcı personellerinin lisanssız çalışma için geçiş süresi bir yıl daha uzatılmıştır.

4. Aracı Kurumlar tarafından Sermaye Piyasası Kurulu'na yapılacak başvurularda e-Başvuru sisteminin kullanılması hk.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birligi'nin ("TSPB") 22.2.2024 tarihli ve 889 No.lu Genel Mektup'u kapsamında, SPK'nın "*e-Başvuru Sistemi Hakkında Aracı Kurumlara Yönelik Bildirimi*" kamuya duyurulmuştur. Yapılan duyuruda özetle; SPK'ya yapılan başvuruların elektronik ortamda alınması amacıyla gerçekleştirilen e-Başvuru projesi kapsamında, öncelikle portföy yönetim şirketlerinin başvurularının elektronik ortamda alınmaya başlandığı, bu hususun 9 Ekim 2023 tarihinde TSPB'nin 882 No.lu Genel Mektup'u aracılığıyla TSPB üyelerine duyurulduğu ve mevcut durum itibarıyla e-Başvuru kullanımının genişletilmesinin planlandığı belirtilmiştir.

İlaveten, söz konusu planlama çerçevesinde, **1.3.2024 tarihi itibarıyla** aracı kurumlar tarafından yapılacak;

1) III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in 14 üncü maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca Genel Müdür, Genel Müdür Yardımcısı ve görevinin niteliği itibarıyla genel müdür yardımcısına denk sayılabilecek personel atamalarına ilişkin başvuruların,

2) III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in 45 inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca, merkez dışı örgüt açılması talepli başvuruların

e-Başvuru uygulaması vasıtasıyla elektronik ortamda alınacağı belirtilmiş olup, e-Başvuru uygulamasında dikkat edilmesi gereken önemli hususlara da bildirim içeriğinde yer verilmiştir.

5. Kolektif Yatırım Kuruluşu Portföylerinde Yer Alan Varlıkların Değerleme Esaslarına İlişkin Yönerge'de Yapılan Değişiklik hk.

TSPB'nin 15.2.2024 tarihli ve 50 No.lu Genelgesi'nde ("Genelge") özetle: TSPB tarafından yayımlanarak 3 Temmuz 2023 tarihinde yürürlüğe giren, "*Kolektif Yatırım Kuruluşu Portföylerinde Yer Alan Varlıkların Değerleme Esaslarına İlişkin Yönerge*" (Yönerge) kapsamında yurtdışında ihraç edilen yabancı para cinsinden borçlanma araçları ve kira sertifikalarının değerlendirilmesinde ülkemiz ile yurtdışında uygulanan yaz-kış saati farklılıklarının yarattığı sorunlar nedeniyle değerlemeye esas alınacak saatlerin yeniden belirlenmesi ihtiyacının doğduğu; söz konusu ihtiyaçla ilgili olarak, SPK'dan uygun görüş alınarak, Yönerge'nin "*Varlıklara İlişkin Değerleme Yöntemleri*" başlıklı 4 üncü maddesinin "**4.4. Yurt Dışında İhraç Edilen Yabancı Para Cinsinden Borçlanma Araçları ve Kira Sertifikalarına İlişkin Değerleme Yöntemi**" başlıklı bölümünde ve "*Yarım İş Günlerinde Uygulanacak Esaslar*" başlıklı 5 inci maddesinde

TSPB Yönetim Kurulu'nun 14 Şubat 2024 tarihli ve 427 sayılı toplantısında **1.3.2024 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere** değişiklikler yapılmasına karar verildiği hususu belirtilmiş olup, Genelge'nin devamında güncellenen Yönerge'ye de yer verilmiştir.

6. Kişisel Verilerin Korunması Kanunu Kapsamında KAP Üyelerinin Yükümlülükleri ve İlgililerin Hakları Konusunda MKK Duyurusu hk.

SPK'nın internet sitesinde yayımlanan 23.1.2024 tarihli "*Kurulumuz İnternet Sitesi Üzerinden Yapılan Özel Durum Açıklamaları Bakımından Kişisel Verilerin Korunması Kanunu Açısından Dikkate Alınması Gereken Hususlar*" konulu bilgilendirmede ("Bilgilendirme") özetle; özel durum açıklamaları bakımından SPK'nın "*veri sorumlusu*" sıfatını haiz olduğu ve SPK'nın internet sitesinde yapılan özel durum açıklamalarında, SPK'ya ek olarak, kişisel verilere yer veren gerçek veya tüzel kişi bildirim yükümlülerinin de "*veri sorumlusu*" sıfatının bulunduğu; bu sebeple veri sahiplerinin kişisel verilere ilişkin haklarını kullanabilmeleri için özel durum açıklaması bildirimini yapan bildirim yükümlülerine başvuruda bulunması gerektiği belirtilmiş idi.

İşbu defa ise, Bilgilendirme'ye paralel şekilde Merkezi Kayıt Kuruluşu ("MKK") tarafından 5.2.2024 tarihli ve 1003 No.lu Genel Mektup yayımlanmış olup, bu Genel Mektup'ta özetle;



- Kamu Aydınlatma Platformu (“KAP”)’nda açıklama yapan üyelerin aynı zamanda KVKK’ya göre “**veri sorumlusu**” olduğu,

- KAP açıklamalarında kişisel verisi yer alan ilgili kişilerin (*veri sahipleri*), KAP’ta açıklama yapan **veri sorumlusu** üyelere yönelik olarak 6698 sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu (“KVKK”)’nın 11 inci maddesi (*veri sahiplerinin hakları*) uyarınca başvuru yapabilecekleri,

- **Veri sahiplerine başvuru kanalları sunulması gerektiği**, bu kapsamda veri sorumlularının internet sitelerinde başvuru yöntemlerine ilişkin bilgi/forma yer vermeleri gerektiği,

- Özel Durumlar Tebliği’nin md. 23/7 hükmünde, önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişikliklerin sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulacağına düzenlenmesi sebebiyle, **Kişisel Verileri Koruma Kurumu’nun veri sorumlusu tarafından bu kapsamda yapılan yeni açıklamaların, KVKK’nın 11 inci maddesi uyarınca kişisel verilerin düzeltilmesine, silinmesine veya yok edilmesine yönelik ilgili kişi başvurularını karşılayacak nitelikte olduğunu değerlendirdiği**

belirtilmiştir.



TARİHTE BU AY

Celali Yılmaz

Şubat, Türkiye’de döviz sıkıntılarının yaşandığı, dünyada lale soğanı balonunun zirveyi gördüğü ve Japonya’da stagflasyonun başladığı aydır:

• Tarihe “Anayasa kitapçığının fırlatılması” ile geçen 2001 Krizi, **21 Şubat 2001** tarihinde patlamıştı. “Kara Çarşamba” olarak da anılan o gün Milli Güvenlik Kurulu toplantısında dönemin Cumhurbaşkanı ile Başbakanı arasındaki tartışma, siyasi kriz boyutunu aşmış hızla yayılan bir ekonomik krize dönüşmüş, gecelik faizler yüzde onbinlere dayanmıştı.

• ABD’de patlayan 1929 Ekonomik Buhranı Şubat 1930’da Türkiye’de de döviz sıkıntısına neden olmuş ve **20 Şubat 1930** tarihinde 1567 sayılı *Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu* (TPKKHK) kabul edilmiştir. TPCKHK, Cumhuriyet finans tarihinde önemli etkileri olan düzenlemelerdendir. Başlangıçta 1929 Büyük Buhranı’nın olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla Bakanlar Kurulu (BK)’na üç yıllığına kambiyo kısıtlamaları getirme

yetkisi veren kanun, günümüzde de yürürlüktedir. Üç yıllık geçici yetki, izleyen kırk yılda on üç kez uzatıldıktan sonra, **11 Şubat 1970** tarihinde çıkarılan 1224 sayılı kanunla sürekli hale getirilmiştir. Sadece yedi maddelik kanunun özü; “*Memlekete döviz giriş-çıkışına ilişkin her türlü kararı alma yetkisi Bakanlar Kurulu’na aittir. Bakanlar Kurulu’nun alacağı kararlara aykırı hareket edenler ağır cezalara çaptırılır*” şeklinde özetlenebilir. TPCKHK’nın etkisi, BK’nın bu kanuna dayanarak aldığı kararlar vasıtasıyla olmuştur. TPCKHK’nın en çok değişen hükümleri, BK’ca alınacak *kararlara aykırı hareket edenlere verilecek cezaları* düzenleyen maddeleridir.

TPCKHK’nın sermaye piyasaları açısından daraltıcı etkisi olmuştur. Döviz işlemlerinin gerçek ihtiyaca dayanması ve sadece BK’ca izin verilen konularda döviz talep edilebilmesi şartları nedeniyle, döviz işlemleri azalmıştır. Daha önce çıkarılan 1447 sayılı Borsalar Kanunu’nda “*spekülasyon memnudur*” denmesine rağmen bu hüküm yeterli görülmemiş, 1567 sayılı TPCKHK’da “*her türlü spekülasyonun yasak olduğu*” bir kez daha vurgulanmıştır. Ayrıca bu kanunda spekülasyon suçunun tanımı da yapılmıştır:

• Kambiyo İhtiyaç Listesine uygun olmayan,

• İzinli banker gışeleri dışında yapılan her türlü kambiyo alım satımı,

spekülasyondur.



Bu kanuna göre spekülasyon suçu işlemek için; (1) sadece Maliye Vekâleti tarafından hazırlanan *ihtiyaç listesinde tanımlanmış işler için* ve (2) *izin verilen miktarlarda* döviz satın almak ve (3) bu alımı da *izin verilen yerlerden* yapmak gerekir. Bu üç şartı sağlamayan döviz talebi, “spekülasyon” suçudur. Türkiye’de ikamet eden bir kişinin yurtdışına ne kadar süreyle çıkabileceği, çıkarken yanında ne kadar döviz bulundurabileceği, BK Kararlarıyla belirlenen konulardandır. Örneğin, ticari görüşmeler yapmak üzere yurtdışına çıkması gereken bir tacir, Kambiyo Heyeti’ne başvurarak kendisine döviz verilmesini isteyecektir. Vereceği beyannameye, bu seyahatinin gerekçesini kanıtlayan belgeler ile geçerli vize ve pasaportu dışında, ticaret odasından alacağı belgeyi de ekleyecektir. Bu tacirin ne kadar dövize ihtiyaç duyacağı meraklılıkça belirlendikten sonra kendisine *60 sterline kadar* döviz satın alma izni verilebilecektir. İhtiyaç listesine göre, yabancı parayla satın alınabilen gazete ve dergiler için talep edilebilecek döviz limiti, *5 sterline*dir. Türkiye’de çalışan bir yabancı, burada kazandığı paranın ancak üçte ikisi kadar döviz talep edebilir. Bu listelerde belirtilen tutar veya oranların üzerinde döviz alınması, *spekülasyon* suçudur.

Örneğin, “yabancı dergi satın alacağım” diyerek 5 sterlinden fazla döviz edinen bir kişi, spekülasyon suçu işlemiş olur. Spekülasyon, İstiklal Mahkemelerinde yargılanmayı gerektiren ağır bir cürümdür. Döviz talebine ilişkin yukarıda bazı örnekleri verilen türden katı sınırlamalar varken, borsada o dönem en aktif varlık olan dövizlerin işlem hacminin yüksek olması mümkün değildir. Bu tedbirlerle ülkede kambiyo istikrarının sağlanacağı ümit edilmiştir. Kambiyo kısıtları günlük hayatta, özellikle iktisadi faaliyetlerde ciddi sıkıntılar yaratmasına rağmen uzun süre uygulanmaya devam etmiştir. Sadece 1950’lerin ilk yıllarında liberal ithalat döneminde bir süre gevşetirse de döviz stoklarının tükenmesiyle tekrar gündeme gelmiştir.

Cumhuriyet tarihinin ilk halka arzı (IPO) TCMB hisselerinin halka arzı olup, 1931 Şubat ayında yapılmıştır:

- Cumhuriyet döneminin ilk kapsamlı halk arzı (IPO) olan TCMB D tertibi payları 1931 yılı Şubat ayında yaygın bir kampanya ile halka satılmıştır. TCMB’nin kuruluş aşamasında halkın geniş katılımının sağlanmasıyla devlet kademelerinde tepeden en alta kadar herkesin çalışması istenmiştir. BK’nın **25 Şubat 1931** tarihli toplantısında, halkın TCMB hisselerine rağbetinin artırılması yaygın bir kampanya yürütülmesi kararlaştırılmıştır.

Türkiye’de bir sermaye piyasası kurulmasına ilişkin ilk rapor 1953 Şubat ayında hazırlanmıştır.

- Türkiye’de özel sektör yatırımlarının finansman modeli olarak sermaye piyasası oluşturulması fikrini içeren ilk çalışma, 1953 yılında, TSKB bünyesinde yapılmıştır. Tam başlığı “*Türkiye’de hususi sınıai teşebbüslerin finansmanında hâdim olmak üzere bir sermaye piyasasının tesis ve teşviki şart ve usulleri hakkında rapor*” olan 27 sayfalık çalışma, TSKB’nin daveti üzerine bir uzman gruba hazırlanmıştır. Raporda dikkat çeken husus, Türkiye’de bir sermaye birikiminin olduğu, fakat bunun çeşitli nedenlerle sermaye piyasasına yönlendirilemediği tespittir.
- Raporda, 1953 yılı Şubat ayı itibarıyla Türkiye’de sermaye piyasasının gelişmesinin önündeki üç engel sayılmıştır:
 - 1- İtimat noksanlığı,
 - 2- Likidite noksanlığı,
 - 3- Kâr nispetlerinin farklılığı.

SPK’ya tabi olacak şirketler 1985 Şubat ayında belirlenmiştir:

- RG’nin **15 Şubat 1985** tarihli nüshasında yayımlanan SPK’nın **Seri: VIII, No: 9 Tebliği** ile SPK kaydına alınan A.Ş.’lerin listesi duyurulmuştur. Buna göre; **605 halka açık anonim ortaklık (HAAO) ile 242 A.Ş.**



(diğer menkul kıymetlerinin ihracı nedeniyle) SPK'ya tabi olmuştur. Söz konusu listede sayılan şirketler, yarım asırdan fazla süren 1447 sayılı Kanun ve MKKB döneminin İMKB'ye devir bilançosu olarak kabul edilebilir.

Şubat bazı önemli borsaların kurulduğu aydır:

- Frankfurt Borsası: **9 Şubat 1585**,
- Borsa Valori di Milano (Milano Hisse Senedi Borsası): **6 Şubat 1808**
- 10 yıllık bir hazırlık döneminden sonra NASDAQ nihayet faaliyete geçti: **8 Şubat 1971**,

Yakın tarihin bazı büyük şirketleri de Şubatta kurulmuştur:

- Facebook: 4 Şubat 2004
- Youtube: 14 Şubat 2005

ABD banknot basmaya da borçlanmaya da Şubat ayında başlamıştır:

- Massachusetts eyaleti Amerika'daki ilk kâğıt parayı **3 Şubat 1690**'da dolaşıma çıkarmıştı, ama vergi ödemekten başka bir şeye yaramayınca para yavaşça yok oldu. Birkaç yıl sonra tekrar sahneye çıktı ve değeri uzun bir süre (1971'e kadar) altının değerine bağlı kaldı.

• Başkan Abraham Lincoln, **25 Şubat 1862**'de ABD federal hükümetinin de kâğıt para basmasını sağlayan yasayı imzaladı. O zamana kadar banknotları eyaletler ve yerel bankalar basıyordu (adı üstünde: banka borç senedi). İhraççısı farklı olan üç bin çeşit dolar vardı. İsteyenin kâğıt para basabilmesi de Amerikan özgürlükleri arasındaydı!

• ABD hükümeti ilk kez **17 Şubat 1790**'da borçlandı. Borcun miktarı 191 bin USD idi (Bugünün parasıyla 5 milyon dolar). Üstelik 4 ay sonra bu borcu ödeditiler, borçların vadeleri uzatılarak sürekli döndürülmesi (roll) yöntemi henüz keşfedilmemişti.

• Kansas City Board of Trade'de dünyanın ilk *hisse senedi endeksi vadeli sözleşmeleri* (Value Line Index) **24 Şubat 1882** tarihinde işlem görmeye başladı.

• ABD hükümeti **15 Şubat 1985** tarihinde hazine bonolarının parçalarına ayrılmasına izin vererek STRIP'leri işleme açtı. (Kelime anlamı soymak, sıyırmak olan STRIP, *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*'in kısaltılmışıdır.) Bir yatırım kuruluşu DİBS alıp onun talonu ile kuponunu ayırarak iki ayrı menkul kıymet olarak pazarladığında STRIP yaratmış oluyordu. Bir nevi sıfır kuponlu sentetik bono haline gelen STRIP'ler hem daha iyi trade ve hedging imkanı yaratırken ikincil piyasaya da daha fazla likidite getirdi (STRIP'ler devlet güvencesindedir ama devletten değil yatırım kuruluşlarından alınır ve bir sabit getirili kıymet olarak düşük risklidir).

Diğer aylarda olduğu gibi, piyasalara ilişkin isabetsiz söylem ve eylemlere Şubatta da rastlanır:

• Dow Jones Sanayi Endeksi'nin son 1 yılda %60 yükselişinin ardından, Federal Rezerv Kurulu **2 Şubat 1929** tarihinde (Büyük Buhrandan sekiz ay önce!) yatırımcılara "*Federal Rezerv Yasası'nın, spekülasyon kredi yaratmak veya uzatmak amacıyla Federal Rezerv Sistemi kaynaklarının kullanılması için tasarlanmadığını*" hatırlattı. Ama fiiliyatta söylemin gereğini yapmayınca, spekülasyonlar gülüp geçti ve endeks %20 daha yükseldi. Ekim 1929'dan sonra ne olduğunu herkes biliyor.

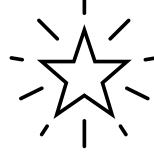
• NYSE **22 Şubat 1973** tarihinde ülke çapındaki TV reklâm kampanyasını başlatarak, Amerikalıları hisse senedi almaya davet etti. Zamanlama pek isabetli değildi. Hisseler 1973'te %14,7 oranında, 1974'te bir %26,5 daha değer kaybetti.

• Bill Clinton'un "Ekonomik Danışmanlar Konseyi" Başkanı Dr. Martin Bailey **10 Şubat 2000** günü yaptığı açıklamada; "*Temel veriler çok iyi gözüküyor, sağlam politikalarımızı sürdürdüğümüz müddetçe 107 aydır devam eden büyümenin ilelebet devam etmemesi için hiçbir neden yok*" dedi. Yıl bittiğinde ekonomi resesyona girmişti.

• Köklü İngiliz bankası Barings, Nick Leeson adlı bir traderının Japon hisse senedi vadelerinde yaptığı ölçüsüz işlemlerle 1,4 milyar USD (banka sermayesinin iki katından fazla) zarar edip **26 Şubat 1995** tarihinde iflâs etti. Bu rakam, o zamana kadar türev piyasa işlemleri nedeniyle ortaya çıkan en büyük batıklardan biri olarak tarihe geçti. ING Group bankayı borçlarıyla birlikte £1'e satın aldı. Barings için batıp el değiştirmek yeni bir şey değildi. Bir asır kadar önce de Latin Amerika tahvil piyasasında battığında İngiltere Merkez Bankası kurtarmıştı.

• Hollanda'da nadir bulunan 20 gramlık Witte Croonen lâle soğanının fiyatı 33 günde %2.506 yükseliş **5 Şubat 1637** tarihinde 1.345 guldeni (bugünün parasıyla yaklaşık 150 bin USD) bulunca lâle çılgınlığı da tavana vurmuş oldu. O gün bir lâle soğanı beş yıllık işçi maaşı ediyordu. İki yıl sonra (1639) Rembrandt Amsterdam'da 10 lâle fiyatına devasa bir ev satın almıştı. Saadet çok sürmedi, 1641'de aynı lâlenin fiyatı 37 Guldene düştü.

• Nikkei 225 Endeksi **1 Şubat 2002** günü 9.791,43'ten kapatınca 1957'den beri ilk kez Dow Jones Sanayi Endeksi'nin altına inmiş oldu. Nikkei 225, bir yıl sonra 7.603'e inip, Aralık 1989'da gördüğü 38.915,87 zirve değerinin %80'ini kaybedecekti. O zirveye bir daha erişilemedi.



AYIN FİKRİ

Finansal Okuryazarlık ya da Finansal Eğitim Nedir?

Müge Çetin

Son yıllarda Borsa İstanbul'da işlem yapan bireysel yatırımcı sayısındaki artışla birlikte ülkemizde yeniden gündeme gelen finansal okuryazarlık, esasen 2008 yılındaki küresel finansal kriz sonrasında dünyada önem kazanmış bir kavramdır. Daha sonra yapılan uluslararası düzenlemelerde, finansal piyasaların istikrarı ve gelişimi açısından, bireylerin finansal risklerin ve fırsatların farkına varabilecek donanımda olmaları ve bilinçli yatırım kararları alabilmeleri sıkça vurgulanmıştır. Bireylerin yeterli düzeyde bilgi sahibi olmadan aldıkları kararlar neticesinde finansal durumlarının zarar görmesinin nihai olarak ulusal finansal istikrarın bozulması ile sonuçlanabileceği yönündeki değerlendirmeler finansal okuryazarlığın bu denli önemli olmasında etkili olmuştur.

OECD'nin öncülük ettiği girişimler sonrasında OECD bünyesinde kurulan Uluslararası Finansal Eğitim Ağı sayesinde bu konuda yapılan çalışmalar ülkeler düzeyinde resmi bir boyut kazanmış, finansal okuryazarlığı artırmak üzere ulusal stratejiler ve eylem planları ilan edilmiştir. Kullanılan pek çok farklı tanımla birlikte, OECD tarafından yapılan tanıma göre finansal okuryazarlık, *"Sağlıklı finansal kararlar alınabilmesi ve nihai olarak bireysel finansal refahın sağlanması için gerekli olan farkındalık, bilgi, yetenek, tavır ve davranışlar bütünü"dür.* Yine OECD'nin tanımına göre finansal eğitim ise *"tüketiciler ya da yatırımcıların bilgilendirme, talimat ve/veya tarafsız tavsiyeler yoluyla finansal ürünleri, kavramları ve riskleri kavrama gücünün artırılması; finansal riskler ve fırsatların farkında olmak, bilinçli tercihler yapmak, yardım için nereye başvurulması gerektiğini bilmek ve finansal durumlarını iyileştirmek amacıyla diğer eylemlerde bulunmak konularında gerekli beceri ve güvenin geliştirilmesi süreci"*dir.

Özetle, finansal okuryazarlık bireylerin finansal bilgilerine dayalı olarak bilinçli ve etkin kararlar almalarını sağlayan bilgi ve beceri setidir ve gelir düzeyinden bağımsız olarak tüm bireyleri ilgilendirmektedir. Finansal eğitim ise kısaca, birey ve toplum bazında finansal okuryazarlığın ya da yetkinliğin geliştirilmesi süreci olarak tanımlanabilir.

Bireyler Açısından Finansal Okuryazarlık Neden Gerekli?

Finansal ürün çeşitliliğindeki artış, demografik ve teknolojik değişimler bireyler açısından parasal konularda bilinçli karar almayı gerektirmektedir. Doğru finansal kararlar alabilmek için gerekli eğitime, araçlara ve bilgiye sahip olmak, devletlerin sosyal güvenlik harcamalarını azaltma yoluna gitmesinin de etkisiyle geçmişe kıyasla daha önemli hale gelmiştir. Finansal kararların sonuçları doğrudan bireysel refahı etkilediğinden, kişilerin sosyo-ekonomik durumlarına, yaşlarına ve eğitim düzeylerine uygun finansal bilgiye erişim ihtiyaçları ve hakları vardır.

Finansal eğitim ya da finansal okuryazarlık girişimleri, bireylerin finansal kararlar için gerekli bilgileri anlama düzeyini artırmakta, potansiyel yanlış yönlendirme ve suistimalleri fark etme kabiliyetlerini geliştirmektedir. Bu sayede, örneğin yatırımcı, bir kişi ya da kurumun finansal piyasalarda yetkili olup olmadığını teyit edebilir; haklarını ve şikâyet başvurularını nereye yapması gerektiğini, tazminat mekanizmalarını bilir ve böylece finansal sağlığını destekleyecek kararlar alabilir.

Ayrıca, finansal ürün ve hizmetleri kullanan kişiler olarak tanımlanan finansal tüketicilerin hızla gelişen ve dönüşen finansal dünyada var olabilmeleri hem finansal hem de dijital anlamda okuryazar olmalarına bağlıdır. Dijital finansal hizmetlerin giderek daha fazla kullanılıyor olması bir taraftan tüketicilerin ve işletmelerin finansal hizmetlere erişimini

diğer taraftan dijital finansal hizmetlere erişimdeki eşitsizlikler nedeniyle, dijital erişimi ya da becerisi sınırlı bazı tüketici gruplarının dışarıda kalması riskini ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla, finansal okuryazarlık finansal hizmet ve ürünlerden daha etkin yararlanma yani finansal erişim imkanı da sağlamaktadır.

Finansal Eğitim Yoluyla Bilinçli Finansal Davranışlar Geliştirilmesi Mümkün Mü?

Finansal eğitim kapsamında farklı hedef gruplara yönelik olarak bütçe yapma, harcama, kredi maliyeti, paranın zaman değeri, tasarruf yapma gibi başlıklar altında davranışların olumlu yönde değişmesi beklentisiyle dünya genelinde çeşitli programlar yürütülmektedir.

Yapılan araştırmalara göre finansal bilgi düzeyinde kısmen çocukluk deneyimleri ile şekillenen eğitim düzeyi ile gelir seviyesi, yaş gibi sosyo-demografik faktörler etkili olsa da, seminerler, atölye çalışmaları ve sınıf içi eğitimler gibi eğitim yöntemleri yoluyla finansal okuryazarlığın geliştirilmesi mümkündür.

Ancak, yine yapılan bazı araştırmalar bu tür eğitimler sonucunda her zaman davranış değişikliği gözlemlenmediğini; finansal bilgi düzeyinin finansal davranışları etkileyebileceği gibi, finansal davranışların da edinilen tecrübeler yoluyla finansal bilgi düzeyini etkileyebileceğini göstermektedir.

Kısa süreli eğitimlerin finansal davranışlar üzerinde etkili olmadığını gösteren bu bulgular, finansal eğitimin erken yaşlarda, okul çağından itibaren başlaması gerektiği yönündeki görüşleri desteklemektedir. Nitekim OECD tarafından belirlenen tavsiye ve ilkeler doğrultusunda, bugün pek çok ülkenin ulusal eğitim müfredatlarında finansal eğitime yer verdiği görülmektedir. Ülkemizde ise finansal okuryazarlık konuları ilk, orta ve lise öğreniminde verilen çeşitli derslerin kazanımları arasında yer almaktadır.

Erken yaşta başlayan finansal eğitimin yanı sıra, olumlu davranış değişikliği sağladığı yapılan araştırmalar sonucunda ortaya konulmuş bir başka yöntem ise finansal tüketicilere yönelik programlarda ilk defa konut kredisi kullanılması, mobil bankacılık uygulamasının yüklenmesi ya da emeklilik planlaması gibi “öğretiler anlar” a odaklanmaktadır. Ülkemiz özelinde ise, borsada pay piyasasında işlem yapmak üzere hesap açan yatırımcıların ilgili finansal kuruluşlar tarafından bilgilendirilerek, sermaye piyasasındaki riskler konusunda farkındalıklarının artırılması “öğretiler anların” değerlendirilmesi açısından iyi bir fırsattır.



YURTİÇİ DEĞİŞİK MALAR YURTDIŞI UYGULAMALAR

Halka Arzlarda Fiyat Tespit Raporunu Değerlendiren Analist Raporları Üzerine...

Engin Yavuz

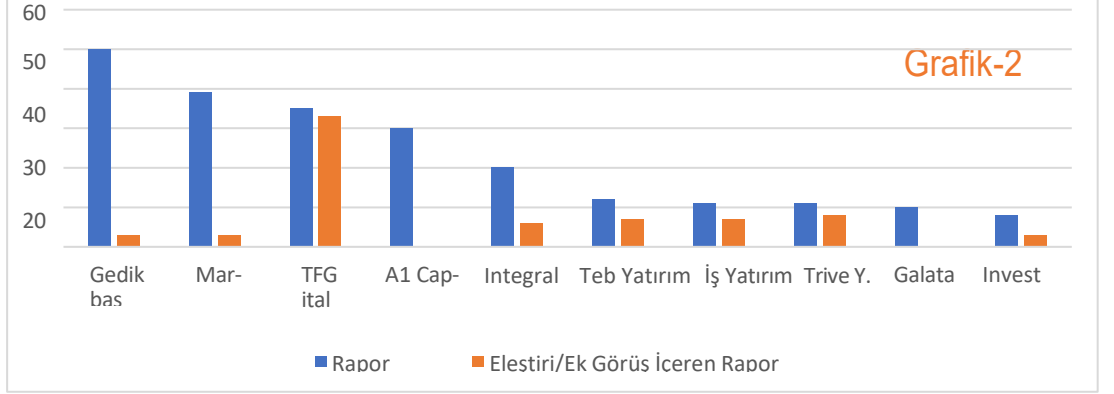
Paylarının ilk halka arzını 2023 yılında gerçekleştirerek borsada işlem görmeye başlayan 56 şirket için hazırlanan fiyat tespit raporlarına dair yetkili kuruluşlarca hazırlanan analist raporlarına dair analizimize bu bültende devam ediyoruz. Hatırlanacağı üzere, 2023 yılındaki halka arzlara dair yetkili kuruluşlarca toplam 347 adet analist raporu hazırlandığını, en fazla analist raporu hazırlayan ilk 10 yetkili kuruluşun bu raporların %65’ini hazırladığını ve çoğu kurumun Pay Tebliği’ndeki asgari üç adet rapor şartını yerine getirerek bunun ötesine geçmediklerini sizlerle paylaşmıştık.

Ülkemizdeki aracı kurum ve yatırım bankalarının sayısı ve sektördeki tecrübeleri göz önünde bulundurulduğunda analist raporlarının toplam sayısının ve rapor hazırlayan yetkili kuruluşların çeşitliliğinin istenilen düzeyde olmadığı 2023 yılı istatistiklerinden açık bir şekilde görülmektedir.

Peki kısıtlı sayıda hazırlanan analist raporları, yatırımcıların halka arz fiyatına dair sermaye piyasası profesyonellerinin değişik bakış açılarını görmelerine imkân sağlayacak içerikte ve kalitede hazırlanmakta mıdır?

Bu soruya cevap verebilmek amacıyla hazırlanan 347 analist raporunun tamamı içerik açısından incelenmiş ve raporlarda yetkili kuruluşların halka arz fiyatlarına dair beyan ettikleri görüşler analiz edilmiştir. Metodoloji olarak öncelikle, analist raporlarında halka arz fiyat tespit raporlarında kullanılan değerlendirme yöntemlerine ve/veya varsayımlara dair farklı bir ek görüş veya eleştiri getirilen raporlar ile herhangi bir ek görüş veya eleştiri içermeyip fiyat tespit raporunun bu açılardan makul olduğu sonucuna varılan analist raporları ayrıştırılmıştır. Bu ayırım yapılırken, ilk aşamada iletilen ek görüş veya eleştirilerin kalitesi veya yatırımcılar açısından yarattığı katma değer dikkate alınmamış olup, analist raporunun fiyat tespit raporuna dair asgari bir adet farklı ek görüş veya eleştiri içermesi yeterli kabul edilmiştir. Örneğin, kullanılan fiyat tespit raporunda yer verilen benzer şirket çarpanlarının yanı sıra farklı çarpanların da değerlemeye dâhil edilebileceği yönündeki genel geçer görüşler de ek görüş/eleştiri olarak dikkate alınmıştır. Bu çerçevede, hazırlanan 347 analist raporunun sadece 123 tanesinde asgari bir adet ek görüş/eleştiriye yer verildiği ve bu sayının %35 oranına denk geldiği görülmektedir. Diğer bir deyişle, 2023 yılında analist raporu düzenleyen her 100 yetkili kuruluştan 65’i halka arz fiyat tespit raporlarında

En Çok Analist Raporu Düzenleyen Kuruluşlar



kullanılan metodolojilere ve/veya varsayımlara dair tek bir ek görüş/eleştiriye yer vermemiş ve raporların makul olduğu sonucuna vardıklarını beyan etmişlerdir.

Bilindiği üzere payların ilk halka arzında pay fiyatının tespitine ilişkin sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hazırlanan değerlendirme raporlarında Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmakta ve işin doğası gereği bu raporlar birçok profesyonel yargı ve varsayım içermektedir. Halka arz fiyat tespit raporlarında sıklıkla kullanılan Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımları çerçevesinde;

- Seçilen benzer şirket setleri, kullanılan çarpanların tespiti, uç değerlerin elenme metodolojisi, hedef veya gerçekleşmiş çarpanların kullanılması,

- Serbest nakit akımlarının indirgenmesi için kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM"), risksiz faiz oranı öngörülerine göre belirlenen borçlanma maliyetleri, FAVÖK ve serbest nakit tahminleri gibi birçok metot ve varsayımı içeren fiyat tespit raporlarına dair 224 analist raporunda tek bir ek görüş/eleştiriye yer verilmemesinin çok dikkat çekici olduğu aşikardır. Hazırlanan bu 224 analist raporunun içeriklerine yakından baktığımızda, raporların büyük oranda fiyat tespit raporlarının bir özeti şeklinde hazırlandığı ve çoğu raporun birbirine çok benzer ifadelerle fiyat tespit raporunun makul olduğu

sonucuna varıldığını beyan eden bir görüş/sonuç bölümü içerdikleri görülmektedir.

Bu durum, analist raporlarının büyük bir bölümünün fiyat tespit raporlarının bir nevi tekrarına dönüştüğü ve yatırımcılara karar alırken daha geniş bir veri seti sunarak farklı bakış açılarına yönlendirmede yetersiz kaldığı değerlendirilmesine bizi götürmektedir. Yukarıda da ifade edildiği üzere, analist raporlarında yer verilenlerden farklı çarpanların analize dahil edilebileceği veya değerlemede kullanılan yöntemlere farklı ağırlık verilebileceği gibi görece basit ve katma değer yaratmayan ek görüşlerin de kapsam dışında tutulması durumunda yatırımcıların karar alma sürecine katkı verebilecek nitelikteki ek görüş/eleştiri içeren analist raporu sayısı 100'ün altına gerilemektedir.

Aşağıdaki grafikte, 2023 yılında en çok analist raporu hazırlayan ilk 10 yetkili kuruluşun analist raporlarında asgari bir adet ek görüş/eleştiriye yer verdikleri rapor sayıları karşılaştırmalı olarak verilmektedir. Grafikten de görüleceği üzere, tüm analist raporları için yukarıda varılan sonuç, en çok rapor hazırlayan ilk 10 yetkili kuruluş nezdinde de pek değişiklik göstermemekte hatta hazırlanan rapor sayısı arttıkça raporların içeriklerindeki ek görüş/eleştiri sayısının daha da azaldığı gözlemlenmektedir.

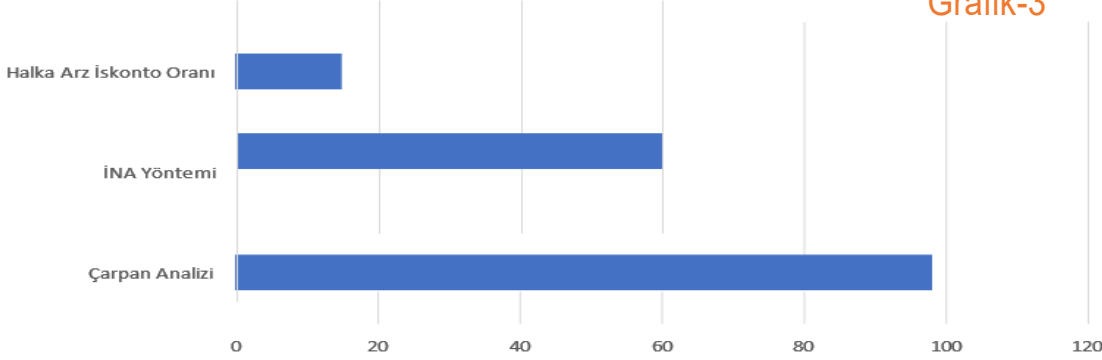
Gelin şimdi de içeriğinde asgari bir adet ek görüş/eleştiriye yer verilen 123 analist raporunda kamuya paylaşılan görüşlere veya eleştirilere yakından bakalım. Yukarıda da bahsedildiği üzere ilk halka arzlarına dair hazırlanan fiyat tespit raporlarında Pazar Yaklaşımı çerçevesinde ağırlıklı olarak benzer şirket çarpanları metodu ("Çarpan Analizi"), Gelir Yaklaşımı çerçevesinde ise indirgenmiş serbest nakit akım ("İNA") yöntemleri kullanılmakta ve yöntemler ağırlıklandırılarak nihai bir şirket değerine ulaşılmaktadır. Hemen hemen fiyat tespit raporlarının tamamında bu iki metodun kullanıldığı gözlemlenmekte olup bu uygulamanın piyasada yerleşik bir uygulamaya dönüştüğünü söylememiz yanlış olmayacaktır. Elbette değerlemeye konu şirketin kendine özgü koşullarına göre, özellikle gayrimenkul şirketlerinde Maliyet Yaklaşımı da tercih edilmekle birlikte, ağırlıklı olarak fiyat tespit raporlarında İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri karşımıza çıkmaktadır.

Bu durumun doğal bir sonucu olarak da analist raporlarında asgari bir kez ek görüş/eleştiriye konu olan hususlar sınıflandırıldığında aşağıdaki grafikte yer verilen dağılımla karşılaşıyoruz



Ek Görüş/Eleştiri Sayısı

Grafik-3



Görüleceği üzere, asgari bir kez ek görüş/eleştiriye konu olan hususlar arasında 98 adet ek görüş/eleştiri ile “Çarpan Analizi” yöntemi başta gelmektedir. Bunu 60 adet ek görüş/eleştiri ile “İNA” yöntemi izlemekte ve üzerine en az ek görüş/eleştiri beyan edilen başlığın ise halka arzlarda yaygın bir uygulama olan nihai değer takdirinden uygulanan “Halka Arz İskonto Oranı” olduğu görülmektedir. Aşağıda bu 3 başlık altında beyan edilen ek görüş/eleştirilere dair değerlendirilmelere yer verilecektir:

1) “Çarpan Analizi” yöntemindeki ek görüş/eleştirilere bakıldığında bunların ağırlıklı olarak, fiyat tespit raporunda kullanılan çarpanların yanı sıra başka çarpanların da analize dâhil edilebileceği, analize konu benzer şirketler üzerinden hesaplanan çarpanlardan uç değer niteliğindeki elenme metodolojisinin farklı uygulanabileceği

ve çarpanlara verilen ağırlıklandırılmaların farklı olabileceği konularına odaklandığı görülmektedir. Öte yandan, bu ek görüş veya eleştirilere yer verilen analist raporlarının birçoğunun iyi niyet beyanı şeklinde olduğu ve öneriler çerçevesinde yeniden yapılacak bir hesaplamanın çarpanları ne kadar değiştireceğine dair analize birkaç rapor haricinde yer verilmediği görülmektedir. Bu çerçevede, analist raporlarını inceleyen yatırımcıların finansal okuryazarlık seviyeleri de göz önünde bulundurulduğunda, analist raporlarında beyan edilen bu tarz ek görüş/eleştirilerin çarpanlara ve dolayısıyla halka arz fiyatına etkisinin raporlarda belirtilmesinin faydalı olacağı değerlendirilmektedir. İlaveten, çarpan analizlerinde en kritik konulardan birisi benzer şirket setinin mümkün olduğunca değerlemeye konu şirketle benzer nitelikteki şirketlerden oluşturulması olup, analist raporlarında benzer şirket

setlerine yönelik ek görüş/eleştirilerin çok sınırlı kaldığı ve genel geçer önerilere yer verildiği gözlemlenmektedir. Yurt dışı şirketlerin veya BIST bünyesindeki belli bir endeksin çarpanlarının da analize dâhil edilebileceği şeklindeki genelgeçer görüşlerin analist raporu kullanıcılarına ek bir katma değer sağlamadığı değerlendirilmektedir.

2) “İNA” yöntemine dair yapılan ek görüş/eleştirilere bakıldığında, öncelikle bunların sayısının “Çarpan Analizi” yöntemine göre daha kısıtlı sayıda olmasının fiyat tespit raporlarının hazırlanış şekliyle ilgili olduğu değerlendirilmektedir. “Çarpan Analizi” yönteminde yapılan hesaplama ve analizlere fiyat tespit raporlarında detaylıca yer verilirken, “İNA” yönteminin temelini oluşturan gelir/gider projeksiyonlarına dair ek açıklamalara fiyat tespit raporlarında görüş daha az

ve bu durumun “İNA” yöntemi- nin dışarıdan bakan bir göz tarafından analiz edilmesini güçleştirdiği düşünülmektedir. “İNA” yönteminin doğası gereği değerlemeye konu şirket yönetiminin öngörülerine dayalı olması nedeniyle fiyat tespit raporlarında kullanılan projeksiyonların hazırlanmasında önem arz eden varsayımlara ve öngörülere dair detaylı açıklamaların raporlarda yer alması bunların daha kapsamlı analiz edilmesine katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, “İNA” yöntemine dair ek görüş/eleştirilerde projeksiyonlardaki gelir gider tahminlerine genel olarak oldukça kısıtlı değinilebildiği ve hatta bazı yetkili kuruluşların halka arz edilecek şirketin yetkililerine erişimleri olmadığını beyan ederek görüş vermekten imtina ettikleri tespit edilmiştir. Gelir/gider tahminlerine dair beyan edilen görüşler/eleştiriler haricinde analist raporlarında genellikle hesaplanan AOSM ve borçlanma maliyeti oranlarının piyasa koşullarına uygun olmadığı ve İNA yöntemine nihai değer tespitinde atfedilen ağırlıkların farklı olabileceği yönündeki görüş/eleştiriler yer verildiği görülmektedir.

3) Son olarak, “Halka Arz İskonto Oranı”na yönelik ek görüş/eleştirilere bakıldığında, ülkemiz sermaye piyasasında %20 ve civarında uygulanan iskonto oranına dair yaygın bir kabulün olduğu ve uygulanan iskonto oranlarının genelde bu seviyeye yakın seyrettiği görülmektedir. Bu nedenle, bu alanda gelen ek görüş/eleştiri sayısının diğer hususlara göre oldukça az olduğu ve gelen ek görüş/eleştirilerin de çoğunlukla iskonto oranının düşük belirlendiği durumlara ilişkin olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, sermaye piyasası mevzuatımızda düzenlenmiş olan ve etkin bir şekilde işlenmesi durumunda piyasadaki tüm paydaşların faydasına olacağı şüphesiz olan analist raporu düzenlenmesine ilişkin uygulamanın fiili durumda 2023 yılı özelinde hem hazırlanan raporların sayısı hem de içerikleri açısından istenilen seviyeye ulaşmadığı değerlendirilmektedir. Konuya ilişkin yapılacak düzenlemelerle analist raporlarının ve buna bağlı olarak halka arz fiyat tespit raporlarının kalitesinin arttırılabileceği ve bunun ülkemiz sermaye piyasalarındaki bilgi birikimine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede;

-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 ve 3 olan asgari rapor sayısı şartının yükseltilmesinin,

- Analist raporlarının içeriğine dair bir rapor formatı oluşturularak, üzerinden görüş bildirilmesi gereken asgari unsurların (benzer şirket çarpan setinin uygunluğu, seçilen çarpanların şirkete/sektöre uygunluğu, gelir/gider projeksiyonlarının şirketin geçmiş performansı ve gelecek beklentileri çerçevesinde makul olup olmadığı, çarpanlara verilen ağırlıkların makul olup olmadığı, çarpanlar için belirlenen uç değer ağırlıklarının makul olup olmadığı, AOSM ve borçlanma maliyeti hesaplamalarının piyasa koşullarına uygun olup olmadığı, pay piyasası ve şirket risk primlerinin uygun belirlenip belirlenmediği, terminal/uç büyüme hesaplamalarının makul olup olmadığı vb.) belirlenmesinin ve sağlıklı bir veri seti oluşturulması amacıyla analist raporlarının Kamuyu Aydınlatma Platformu'na bildirim için veri analizine imkan verecek bir şablonun oluşturulmasının,

- -Analist raporlarında yer verilen ek görüş/eleştirilerden etkisinin hesaplanması mümkün olanlarının halka arz fiyatına etkisinin hesaplanarak yatırımcıların bilgisine sunulmasının zorunlu kılınmasının, ve Halka arz fiyat tespit raporlarına dair analist raporlarında yer verilen ek görüş/eleştirilerin büyük bir kısmının, fiyat tespit raporlarında değeri etkileyen önemli faktörlere ilişkin duyarlılık analizi yapılarak giderilebileceği değerlendirildiğinden, fiyat tespit raporlarında AOSM ve FAVÖK/Hasılat gibi önemli faktörlerdeki tahmin değişikliklerinin halka arz fiyatını nasıl etkileyeceğine dair duyarlılık analizlerine yer verilmesinin zorunlu kılınmasının,

konuya ilişkin mevzuat çalışmalarında değerlendirilebileceği sonuçlarına ulaşılmıştır.



Takım Üyeleri

Ahmet Tok
Aslı Küçükgüngör
Ayça Özer
Aynur Keskin
Barbaros Yalçın
Bülent Tokgöz
Celali Yılmaz
Dilek Balioglu
Döndü Duran
Egehan Coşkun
Elif Gönençer
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

Bahşayış Fıratoglu

Redaksiyon Komitesi

Ahmet Tok

Ali Cem Suca

Alp Tekince

Celali Yılmaz

Elif Gönençer

İlker Evin

Melda Gürbüz

Melda Gürbüz

Mizanpaj ve Dizayn

Eyüp Kadioğlu

Günay Faruk Özer

Sermep Aylık Bülten #5 Şubat 2024



Gayrettepe, Yıldız Posta Cd.
No:36
Sinan Apt Kat:2 Daire:13
34349 Beşiktaş/İstanbul

