

Avrupa Birliği'nin İzahname Direktifi

Avrupa Birliğinde, menkul kıymetlerin halka arzı aşamasında hazırlanması gereken izahname, 2003/71 sayılı direktif ve 809/2004 sayılı yönetmelik ile düzenlenmektedir. Buna göre, hazırlanan tek izahnameyle, şirketler Avrupa Birliği kapsamında halka arz edilme ve işlem görme imkânı bulmaktadır.

Direktif, üye ülkelerin uyması gereken temel ilkeleri ortaya koymaktadır. Direktifin uygulamasına

yönelik hazırlanan yönetmelik ise, izahnamelerin içermesi gereken bilgiler, biçimi, yayını gibi konularda detaylı kuralları belirlemektedir.

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu, bu düzenlemelerle uyumlu olarak Sermaye Piyasası Kanununda bir değişiklik taslağı ile izahnamede yer alacak bilgilere ilişkin bir tebliğ taslağı üzerinde çalışmalar yürütmektedir. Raporun tamamını **sayfa 6'da** bulabilirsiniz.

İpotekli Konut Finansmanı Sistemi

Dünyada uzun yıllardır gayrimenkul finansmanı için kullanılan ipotekli konut finansmanı sistemi (mortgage), ülkemizde ilgili yasanın 6 Mart 2007 tarihli Resmi Gazetede yayınlanmasıyla yürürlüğe girmiştir.

Her ülkede farklı uygulamalarla karşılaşılan sistemde, iki temel model bulunmaktadır. Birinci uygulamada, konut kredisi veren kurumlar kredi alacaklarından kaynaklanan nakit



akışlarını teminat göstererek kendileri tahvil ihraç etmektedir. Diğer uygulamada ise kredi veren kurumlar, alacaklarını bilançolarından çıkarıp özel amaçlı kuruluşlara devretmektedir. Ardından bu özel amaçlı kuruluşlar, ipotek kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. Türkiye'de yürürlüğe giren mortgage yasasında her iki uygulama da yer almaktadır. Araştırmamızı **sayfa 16'da** okuyabilirsiniz.

Veri İletim Yöntemleri ve Güvenliği

Teknolojinin gelişmesi, bilginin elektronik ortamda da paylaşılabılır ve transfer edilebilir olmasını kolaylaştırmış, fakat güvenlik sorununu da beraberinde getirmiştir. Verinin kolay ulaşılabilir olması, gizlilik kavramını öne çıkarmış ve geliştirilen metotların birbirlerine güvenlik yönüyle üstünlük sağlamaları önemli hale gelmiştir.

Bu ayki üçüncü çalışmamızda, veri iletim yöntemleri ve veri güvenliği konusunu ele almaktayız. Çalışmanın tamamı **sayfa 29'da** yer alıyor.





Değerli **gündem** okurları,

22 Temmuz'da yapılan genel seçim sonuçlarının ülkemiz için hayırlı olmasını diliyoruz. Yeni hükümetten piyasa katılımcılarının temel beklentisi, ekonomik ve siyasal istikrarın artırılarak sürdürülmesidir. Ekonomik istikrarın devamının, piyasaımızın gelişimine büyük katkı sağlayacağını biliyoruz. Ekonomimizi etkileyen piyasaların gelişimi için, artık birer gereklilik haline gelen bazı adımların atılmasını istiyoruz. Bu vesileyle, yeni hükümetten beklentilerimizi bir kez daha dile getirmek istiyorum.

Günümüzde artık sadece şirketler, borsalar, piyasalar değil ülkeler de birbirleriyle sıkı bir şekilde rekabet ediyorlar. Sermaye piyasaları, bu rekabetin en yoğun yaşandığı alanlardan biridir. Böyle bir rekabet ortamında, Türkiye sermaye piyasalarını; bir sene, üç sene, beş sene sonra nerede görmek istediğimizi şimdiden planlamamız ve hem yurt içine hem yurt dışına güçlü bir şekilde duyurmamız gerekiyor. Bu doğrultuda, ilgili tüm kurumların katılımı ile oluşturulacak ve bir hükümet politikası olarak uygulanacak "Türkiye Sermaye Piyasaları Yol Haritasına" ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz. Sermaye piyasasına dair dönemler itibarıyla hedeflerin ve atılması gereken adımların yer alacağı yol haritasının, bizzat hükümet tarafından kamuoyuyla paylaşılmasının ve bu politikaların uygulanmasının, piyasamıza ve ekonomimize ciddi fayda sağlayacağına, ülkemize yönelen yabancı sermaye yatırımlarını olumlu etkileyeceğine inanıyoruz. Yabancı yatırımcılar tarafından yükselen bir yıldız olarak görülen Türkiye'nin, bir finans merkezi haline getirilmesi mümkündür. Bu, ancak akılcı bir planın uygulamaya konulması ile başarılabilir. Türkiye'nin bu fırsatı kaçırmaması lazım.

Sermaye piyasamızın gelişmesi için hızlı bir şekilde çözümümüz gereken bazı temel sorunlar bulunuyor. Bunların yanı sıra uluslararası rekabette geri kalmamak için acilen atmamız gereken adımlar da var.

Öncelikle, aracılık sisteminin ve araçlarının güçlü olmadığı bir piyasanın uzun vadede ayakta kalması ve uluslara-

rası rekabetten daha çok pay kapması çok zor. Bu doğrultuda, sermaye piyasasında aracılık rolü üstlenen kurumlarımızın sorunlarının çözülmesi için öneriler geliştirmeye çalışıyoruz. Öncelikle aracı kurumlara; düşük maliyetle, verimli, rekabetçi ve esnek çalışabilmelerini sağlayan bir ortam sağlamak gerekiyor. Bu doğrultuda sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdeki araçlar, "yeni ürün geliştirme", "faaliyet alanları serbestisi", "borsa dışında alım satım" ve benzer konularda hangi esneklikte çalışıyorsa, Türkiye'de de en az bu düzeyin yakalanması gerekiyor. Bu konuda aracı kurumlarımızın ciddi sıkıntıları vardır. Aracılık mevzuatımızın genel tasarımına baktığımızda, "sınırlayıcı" bir yaklaşımın benimsenmesinin, sermaye piyasasının özü olan "hız ve dinamizm" ile örtüşmediğini düşünüyoruz. Kuşkusuz araçlar, mevzuat ile belirlenmiş kurallar çerçevesinde hareket edecektir. Ancak bu kuralların, sermaye piyasasının hızı ve gelişime açık yönü ile uyumlu olması gerektiğine inanıyoruz. Bu doğrultuda, yapılamayacak işlemleri tek tek sayarak "sınırlama getirme" esas yerine, genel esasların çizilip faaliyet serbestisine ve rekabete olanak sağlanması için mevzuatımızın bir an önce gözden geçirilmesi gerekmektedir.

Bunların yanı sıra vergi ve diğer maliyetlerle ilgili sorunların da çözülmesini bekliyoruz. Hisse senedinden elde edilen kazançların vergilendirilmesinde yerli-yabancı yatırımcı ayrımının kaldırılması, bu çerçevede yurtiçinde yerleşik yatırımcılar için de stopajın sıfıra düşürülmesi gerektiğine inanıyoruz. Kaynak dağılımında verimliliğin artırılması için aracılık maliyetlerinin azaltılması ve rekabeti bozucu sonuçları olan vergi düzenlemelerinin değiştirilmesi gerekiyor. Bu doğrultuda kredili işlem sözleşmelerinde aracı kurumlardan alınan damga vergisinin kaldırılmasını öneriyoruz. Ayrıca, işlem maliyetlerini düşürmek amacıyla, BSMV'nin kaldırılması ve finansal hizmetlerin KDV'den istisna edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Aracı Kuruluşlar Birliği olarak, sermaye piyasasını daha iyiye götürecektir, ekonomimize katkı sağlayacak ve ülkemize hizmet edecek her türlü çalışmanın içinde yer almaya hazırız. Nitekim yukarıda sıralamaya çalıştığım bazı temel sorunların çözümü ve sermaye piyasamızın gelişmesini sağlayacak öneriler sunmak için SPK ile birlikte çalışmalar planlanmış bulunuyoruz. Birliğimizin önümüzdeki dönemde öncelikleri bu tür çalışmalar olacak. Yeni dönemde, gerek ekonomik, gerekse sosyal ve siyasal alanda ülkemizin istikrarlı, güçlü bir yapıya kavuşmasını diliyorum.

Saygılarımla,

E. Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

Kredili Menkul Kıymet Sözleşmelerinde Damga Vergisi

Bankaların müşterileri ile imzaladıkları kredi sözleşmelerine ilişkin uygulamaya paralel şekilde, sermaye piyasası araçlarının kredili alımı, açığa satışı, ödünç alma ve verme işlemleri ile ilgili olarak aracı kurum ile yatırımcı arasında düzenlenecek sözleşmelerin damga vergisinden istisna edilmesi konusunda Maliye Bakanlığına başvuru-muzu yineledik.

Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç İşlemlerinde Tebliğ Değişikliği

Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'in "Açığa Satış İşlemleri" başlıklı 24'üncü maddesi, 17 Temmuz 2007 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:V, No:94 sayılı Tebliğ ile değiştirilmiştir.

Buna göre, müşterilerden sözlü açığa satış emri kabul edilmesi durumunda, müşteri tarafından verilen emrin açığa satış olduğunun, emrin verilmesi sırasında aracı kuruma bildirilmesi gerekmektedir. Aracı kurumlar, sözlü açığa satış emri kabul etmeleri halinde, emirlerin açığa satış olduğunu, emir iletiliminde kullanılan iletişim aracının niteliğine uygun şekilde bildirilmesi ve bu bildirimlerin saklanması için gerekli önlemleri almakla yükümlüdürler.

İlk Likidite Senedi İhraç Edildi

Temmuz ayı içerisinde sermaye piyasası araçları arasına yeni bir enstrüman olarak likidite senetleri katılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendi nam ve hesabına, vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetlerini 20 Temmuz 2007 tarihinde ihraç

etmeye başlamıştır. 32 gün vadeli olan bu ilk senedin vadesi 21 Ağustos 2007'dir.

İMKB, 21 Aralık 2006'da çıkardığı bir genelgeyle TCMB tarafından ihraç edilecek olan likidite senetlerini tahvil ve bono piyasasında "işlem görebilecek menkul kıymetler" tanımına almıştır. Buna bağlı olarak 20 Temmuz'da TCMB tarafından ihraç edilen likidite senedi de TRM210807T15 kodu ile İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Bu senetler kesin alım-satım pazarında işlem görebilecekleri gibi, TCMB'nin taraf olmadığı repo-ters repo piyasasında da kullanılabilecektir.

TCMB tarafından ihraç edilen likidite senetlerinin alım-satımı üzerinden alınacak Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) oranı %1 olarak belirlenmiştir.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

Eylül 2007'de yapılacak olan Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar lisanslama sınavlarına hazırlık amacıyla, Ağustos-Eylül 2007 döneminde düzenlenecek eğitimlerimiz genel mektup ile üyelerimize duyuruldu. 22-23 Eylül günlerinde düzenlenecek sınavlar ile geçiş sürecinin sona

Ağustos-Eylül 2007 Dönemi Lisanslama Eğitim Programı			
Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
4-5 Ağustos	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	Temel/İleri Düzey	2 gün
14-15 Ağustos	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi	Türev Araçlar	2 gün
17-19 Ağustos	Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
18-19 Ağustos	Türev Araçlar	Türev Araçlar	2 gün
21 Ağustos	Takas ve Operasyon İşlemleri	Temel Düzey	1 gün
25-28 Ağustos	Finansal Yönetim	İleri Düzey	4 gün
1-2 Eylül	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
3 Eylül	İlgili Vergi Mevzuatı	Temel Düzey	1 gün
4-6 Eylül	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	İleri Düzey	3 gün
8 Eylül	Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel/İleri Düzey	1 gün
9 Eylül	Diğer Teşkilatlanmış Piy. ve Borsalar	Temel Düzey	1 gün
9 Eylül	İlgili Vergi Mevzuatı	İleri Düzey	1 gün
10 Eylül	Hisse Senedi Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
11 Eylül	Tahvil ve Bono Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
10-11 Eylül	Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma	Türev Araçlar	2 gün
13 Eylül	Muhasebe, Takas ve Operasyon İşl.	Türev Araçlar	1 gün
15-16 Eylül	Muhasebe, Denetim ve Etik Kuralları	İleri Düzey	2 gün

erecek olması nedeniyle, sınavlara hazırlık eğitimlerimize bu dönem daha yoğun katılım beklenmektedir.

Eğitim tarihleri, internet sitemizde [Eğitimlerimiz](#) bölümünde [Lisanslama Sınavına Hazırlık Eğitimleri](#) başlığı altında yer almaktadır. Modüller olarak açılan eğitimlere başvurular, eğitim başlangıç tarihinin 3 gün öncesine kadar kabul edilmektedir.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru
Temel Düzey	6,935	6,074	%88
İleri Düzey	2,781	2,601	%94
Türev Araçlar	684	577	%84
Değerleme Uzmanlığı	614	547	%89
Takas ve Operasyon	314	294	%94
Kredi Derecelendirme	136	97	%71
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	115	96	%83
Toplam	11,597	10,286	%89

Lisans Yenileme Eğitimleri

Birliğimiz tarafından 6 Temmuz 2007 tarihinde düzenlenen Değerleme Uzmanlığı Lisans Yenileme eğitimine 10 kişi, 13 Temmuz 2007 tarihinde düzenlenen Temel Düzey Lisans Yenileme eğitimine 46 kişi, yine aynı tarihte düzenlenen İleri Düzey Lisans Yenileme eğitimine ise 32 kişi katılmıştır.

Lisans Yenileme eğitimlerine Ağustos ayında da devam edilecektir.

Başvurularla ilgili gerekli bilgilere, internet sitemizde Lisanslama/Sicil Tutma ve Eğitim/Tanıtım bölümlerinde yer alan [Sıkça Sorulan Sorular](#) ve [Lisans Yenileme Eğitimlerine Başvuruda Yapılacak İşlemler](#) linklerinden ulaşılabilir.

Eğitim Kılavuzları

Lisanslama sınavlarına hazırlık amacıyla Birliğimizce hazırlanarak sektör çalışanlarının ve ilgililerin kullanımına sunulan Takas ve Operasyon İşlemleri, Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar eğitim kılavuzları, Temmuz 2007'de güncellenerek internet sitemize yerleştirilmiştir. 22-23 Eylül 2007 günlerinde düzenlenecek olan sınavlara katılmak isteyen adaylar, bu kılavuzlardan yararlanabilirler.

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi'nde kayıtlı kişi sayısı, 30 Temmuz 2007 itibarıyla 24.439'a, lisans sayısı ise 23.148'e ulaşmıştır.

Düzenlenen lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adayların lisans başvurusu 11.597'ye ulaşmış olup bu başvuruların 10.286 adedi sonuçlandırılmıştır.

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

Borsa dışında işlem gören özel sektör tahvilleri içerisinde Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri A.Ş. tahvilinde, 29 Haziran 2007 tarihinde 200.000 YTL nominal değerli 2 adet sözleşme ile toplam 219.000 YTL, Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş. tahvilinde ise 29 Haziran 2007 tarihinde 200.000 YTL nominal değerli 2 adet sözleşme ile toplam 208.000 YTL işlem hacmi gerçekleşmiştir.

Lisanslama Tebliğinde Yeni Düzenlemeler Yapıldı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:52 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" 11 Temmuz 2007 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Tebliğde yapılan önemli değişiklikler aşağıda yer almaktadır.

- Müfettiş, iç kontrol elemanı, teftiş kurulu başkanı ve yöneticileri ile, ilgili mevzuatta belirtilen fonlarda görev yapan fon kurulu üyesi, fon denetçisi, iç kontrol birimi çalışanı ile portföy yönetimini üstlenecek yönetici şirketin yöneticisinin ileri düzey lisansına sahip olması koşulu getirilmiştir.

- Tebliğ değişikliğinden önce Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı almaya hak kazananların, bundan sonra Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı ile aracı kurumlarda müfettiş ve iç kontrol elemanı olarak çalışma hakları saklı tutulmuştur.
- Lisansa tabi alanlarda 7 yıl çalıştıktan sonra aracı kurumlarda genel müdür olarak 3 yıl süre ile görev yapmış olanlar, sınava girmeden Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansını almaya hak kazanmaktadırlar.
- Lisanslama sınavlarına "Konut Değerleme Uzmanlığı Sınavı" ile "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Sınavı" olmak üzere iki sınav türü daha eklenmiştir.
- Daha önce "Değerleme Uzmanlığı" olarak adlandırılan lisans türü "Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı" ve "Konut Değerleme Uzmanlığı" olarak ikiye ayrılmıştır. Tebliğ değişikliğinden önce "Değerleme Uzmanlığı Lisansı"na sahip olanlar veya bu belgeyi almaya hak kazananlar hem "Konut Değerleme Uzmanlığı" hem de "Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı" lisansları ile ilgili alanda faaliyet gösterebileceklerdir.
- Mevzuatta belirtilen fonların portföy yöneticisi, fon kurulu üyesi ile portföy yönetimini üstlenecek yönetici şirketin yöneticisine, "Türev Araçlar Lisansı"na sahip olma koşulu getirilmiştir.

Geçiş Süreci Sona Eriyor

Bilindiği üzere, adayların Mayıs 2004 dönemine kadar düzenlenen lisanslama sınavlarından herhangi birine, bir sermaye piyasası kurumunda çalışırken girmesi halinde, başarılı olup olmadıklarına bakılmaksızın, Eylül 2007 dönemine kadar çalışmalarına imkân veren süreç "Geçiş Süreci" olarak tanımlanmaktadır. Geçiş süreci sonunda lisans belgesi almaya hak kazanamayanlar lisansa konu alanlarda çalışamayacaklardır.

Modül Geçme Sisteminde 4 Yılını Tamamlayan Adayların Notları Siliniyor

2002 Eylül, 2003 Ocak, 2003 Mayıs ve 2003 Eylül dönemlerinde yapılan lisanslama sınavlarından en az birine katılmış olan ve Eylül 2007 sı-

nav sonuçlarının açıklandığı tarih itibarıyla halen lisans almaya hak kazanamayan kişilerin başarılı oldukları modüllerin notları silinecektir.

Bu kişilerin, daha önce başarılı oldukları modüller de dahil olmak üzere, tüm modülleri kapsayacak şekilde yeniden sınava girmeleri gerekecektir.

TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2007 7. Bilimsel Eser Yarışması

Türkiye Genç İşadamları Derneği (TÜGİAD), 2000 yılından bu yana her yıl, ekonomi alanında güncel bir konuya kamuoyunun dikkatini çekmek, araştırma ve eser yazma konusunda ilgileri motive etmek amacıyla bilimsel eser yarışması düzenlemektedir.

Bu yıl yedincisi düzenlenecek olan yarışmaya katılmak isteyenler için son başvuru tarihi 15 Ekim 2007'dir. Yarışmanın bu yılki konusu, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türkiye'nin Makro Ekonomik Dengelerine Etkileri" olarak belirlenmiştir.

Yarışma jürisi Berrin Bingöl, Gülsüm Arkan Yazgan, Rona Yırcalı, Dr. Süleyman Yaşar, Kemal Ege Cansen, Prof. Dr. Kerem Alkin, Dr. Berra Kılıç'tan oluşmaktadır.

Yarışmada dereceye girenlere sırasıyla 3.000, 2.000 ve 1.000 YTL olmak üzere para ödülü verilecektir. Birinci seçilen eser, kitap ya da rapor olarak da yayınlanacaktır. Yarışmaya katılmak isteyenler daha fazla bilgi, değerlendirme esasları, yarışma şartnamesi ve katılım formuna www.tugiad.org.tr adresinden ulaşabilirler.

Avrupa Birliğinin İzahname Direktifi



Ekin Fıkırkoca
Araştırma ve İstatistik

Avrupa Birliği (AB) Komisyonu, Birlik çapında bütünleşmiş bir mali hizmetler piyasası oluşturulması amacıyla 1999 yılında Mali Hizmetler Eylem Planını benimsemiştir. Bu ereve, menkul kıymetlerin halka arz edilebilmesi veya bu menkul kıymetlerin organize bir piyasada işlem görebilmeleri için hazırlamaları gereken izahnameyi düzenleyen 2003/71 sayılı direktif, üye ülkelerde 2005 yılının ikinci yarısında uygulamaya girmiştir.

“İzahname direktifi” olarak tanınan düzenlemede, halka açılan veya organize piyasalarda işlem görece menkul kıymetlerin izahnamelerinin hazırlanması ve yayınlanmasına ilişkin şartlar belirlenmektedir. Direktif çerçevesinde hazırlanan tek izahnameyle şirketler, Avrupa Birliği çapında halka arz olma ve işlem görme imkânına kavuşmaktadır.

Daha önce yürürlükte olan düzenlemelerin yerine geçen bu direktifle, Birlik çapında uyumun artırılması ve “tek pasaport” ilkesi çerçevesinde ihracıların sermaye piyasasına erişiminin genişletilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, yatırımcının korunması da gözetilen temel bir ilkedir.

Direktif, üye ülkelerin uyması gereken temel ilkeleri belirlemektedir. Direktifin uygulamasına yönelik hazırlanan 809/2004 sayılı “izahname yönetmeliği” ise, izahnamelerin içermesi gereken bilgiler, biçim, yayın gibi konularda detaylı kuralları belirlemektedir.

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu, bu düzenlemelerle uyumlu olarak Sermaye Piyasası Kanununda bir değişiklik taslağı ile, izahnamede yer alacak bilgilere ilişkin bir tebliğ taslağı üzerinde çalışmalar yürütmektedir.

DİREKTİFİN KAPSAMI

Direktif kapsamında, halka arzı aşamasında izahname hazırlanması gereken “menkul kıymet” tanımını hayli geniş tutulmuştur. Sermaye piyasasında işleme konu olan hisse senetleri, tahviller, türev ürünler, warrant ve sertifika tipi ürünler, depo sertifikaları, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller menkul kıymet kapsamına girmektedir.

Düzenlemede, hisse senedi ve benzeri (hisse senedine dönüştürülebilir) menkul kıymetler ile bunların dışında kalan menkul kıymetler arasında ayırım yapılmaktadır.

Vadesi 12 aydan düşük olan para piyasası enstrümanları menkul kıymet olarak değerlendirilmekte ve ülke düzenlemelerine bırakılmaktadır.

Düzenleme kapsamına girmeyen menkul kıymetler aşağıda sıralanmaktadır:

- (Açık uçlu) Yatırım fonu payları.
- Üye ülkelerin yerel veya ulusal menkul kıymetleri, üye ülkelerin dahil olduğu uluslararası kuruluşların hisse senedi dışındaki menkul kıymetleri, Avrupa Merkez Bankası ve üye ülkelerin merkez bankalarının ihraç ettiği hisse senedi harici menkul kıymetler.
- Merkez bankalarının hisseleri.
- Üye ülkelerin, veya bu ülkelerin yerel veya merkezi otoritelerinin garanti ettiği menkul kıymetler.
- Kâr amacı gütmeyen örgütlerin faaliyetlerini finanse etmek üzere ihraç ettiği menkul kıymetler.
- Kredi kurumlarının devamlı olarak ihraç ettiği, belirli koşulları taşıyan ve mevduat garantisi kapsamında olan, hisse senedi dışı menkul kıymetler.
- Misli olmayan paylar (örneğin, belirli bir taşınmazda hak veren hisseler).
- Son 12 ayda 2,5 milyon avronun altında bir tutarda halka arz edilen menkul kıymetler.
- İsveç'in özel mortgage sistemine ilişkin olarak, kredi kurumlarının devamlı olarak ihraç ettiği tahviller.
- Kredi kurumlarınca son 12 ayda 50 milyon avronun altında bir tutarda halka arz edilen, dönüştürülebilir veya opsiyonlu vb. olmayan tahviller.

Bununla birlikte, kamu senetleri (b, d), belirli bir tutarın altında halka arzlar (h, j) ve İsveç'teki mortgage sisteminde ihraç edilen tahvillerin (i)

halka arz edilmesi veya borsalarda *işlem görmesi* söz konusu ise, bu direktifteki şartların yerine getirilmesi gerekmektedir.

Direktifte "nitelikli yatırımcı" tanımı da yapılmıştır. Bu tanıma, bankalar, yatırım şirketleri, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumlar, merkez bankaları ile uluslararası kuruluşlar, KOBİ tanımına dahil olmayan kurumlar girmektedir. Üye ülkenin izniyle, bazı gerçek kişiler ve KOBİ'ler de talep etmeleri halinde, nitelikli yatırımcı sınıfına girebilmektedir. Bu gerçek kişi ve KOBİ'lerin, üye ülkelerin yetkili kurumları tarafından sicilinin tutulması gerekmektedir. Dileyen kişi ve kurumlar bu tanımdan çıkmakta serbesttir.

Nitelikli yatırımcı kabul edilen gerçek kişiler şu üç şarttan ikisini yerine getirmelidir:

- Son dört çeyrek boyunca, her çeyrekte en az 10 adet önemli büyüklükte işlem gerçekleştirmesi.
- Menkul kıymet portföyünün en az 500.000 avro olması.
- En az 1 yıl sermaye piyasasında menkul kıymetler hakkında bilgili olmasını gerektirecek bir pozisyonda çalışması.

Direktif kapsamında KOBİ'ler aşağıdaki üç şarttan ikisini yerine getiren kurumlar olarak tanımlanmıştır:

- Mali yıl içinde çalışan sayısının ortalama 250 kişinin altında olması.
- Aktif büyüklüğünün 43 milyon avronun altında olması.
- Yıllık satış hasılatının 50 milyon avronun altında kalması.

Direktifte kullanılan bir diğer önemli tanım "kuruluş ülkesi" (home member state) kavramıdır. Kuruluş ülkesi, genel anlamda ihracının kayıtlı merkezinin olduğu ülke olarak belirlenmektedir.

Ancak, ihraç edilen menkul kıymetin hisse senedi ve benzeri bir menkul kıymet olmadığı bazı hallerde, bu ülke farklı belirlenebilir. İhracının tercihinin göre, kuruluş ülkesi olarak, ihracı yapan kurumun merkezinin bulunduğu ülke, menkul kıymetlerin işlem göreceği ülke veya halka arzın yapıldığı ülke



seçilebilir. Bu durumlar şöyle sıralanmaktadır:

- Menkul kıymetin birim kupür değerinin 1.000 avroyu aştığı ihraçlar.
- Başka bir menkul kıymet edinimine veya nakit uzlaşmaya imkân sağlayan, fakat dayanak alınan menkul kıymetin ihraççısı tarafından ihraç edilmeyen ürünler.

İhraççının AB üyesi olmayan bir ülkede kurulu olması durumunda, kuruluş ülkesi menkul kıymetin halka arz edileceği AB ülkesi veya işlem göreceği AB ülkesi olarak belirlenmektedir.

İZAHNAME YAYINLAMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ

Üye ülkelerde menkul kıymetlerin halka arz edilebilmesi veya bu menkul kıymetlerin organize bir piyasada işlem görebilmesi için izahname yayınlanması zorunludur. Ancak, bazı halka arzlara istisna sağlanmış olup, bazı özel durumlarda da işlem görme başvurularında izahname yayınlanması zorunlu tutulmamıştır. Bazı ihraç tipleri, menkul kıymetlerin kupür değeri ve yatırımcı niteliği bu muafiyetlerden yararlanmaya imkân tanıyabilmektedir.

Halka arzlarla ilişkin muafiyetler halka arzlar ve menkul kıymetler olarak iki bölümde ele alınmıştır.

Buna göre, aşağıdaki halka arzlarda izahname yayınlanması zorunlu değildir:

- Yalnızca nitelikli yatırımcıya yapılan halka arzlar.
- Üye ülke başına 100'den az gerçek veya tüzel kişiye yapılan halka arzlar.
- Her yatırımcının en az 50.000 avroluk alım yaptığı halka arzlar.
- Menkul kıymet birim kupür değerinin en az 50.000 avro olduğu halka arzlar.
- Son 12 ay içinde 100.000 avro toplamını aşmayan halka arzlar.

Aşağıdaki durumlarda da halka arz edilen menkul kıymetler için izahname yayınlanması gerekli değildir:

- Sermaye artırımına neden olmayacak şekilde, eski hisse senetlerinin yenileriyle değiştirilmesi.

- Borsada gerçekleşen devir almalarda ve birleşmelerde, yetkili otoritenin denklığı kabul etmesi durumunda, izahnamede yer alması gereken bilgilerin açıklandığı başka bir belge bulunması.
- Mevcut yatırımcılara bedelsiz hisse senedi verilmesi, hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yapılması veya çalışanlara şirket tarafından pay verilmesi. Bu durumlarda, verilen hisse senedi adedi ve cinsini içeren bir belge açıklanmalıdır.

Borsada işlem görme başvurularında ise, aşağıdaki durumlarda izahname yayını zorunlu değildir:

- Son 12 ayda dolaşımda olan hisse senetlerinin %10'unu aşmayan benzer ihraçlar.
- Sermaye artırımına neden olmayacak şekilde, işlem gören hisse senetlerinin yenileriyle değiştirilmesi.
- Borsada gerçekleşen devir almalarda ve birleşmelerde, yetkili otoritenin denklığı kabul etmesi durumunda, izahnamede yer alması gereken bilgilerin açıklandığı başka bir belge bulunması.
- Mevcut yatırımcılara bedelsiz hisse senedi verilmesi, hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yapılması veya çalışanlara şirket tarafından pay verilmesi. Bu durumlarda, verilen hisse senedi adedi ve cinsini içeren bir belge açıklanmalıdır.
- Başka menkul kıymetlerin verdiği hakkın kullanımı veya değişimiyle elde edilen hisse senetleri.
- Başka bir organize piyasada zaten işlem gören ve direktif kapsamında (ileride açıklanacak olan) özet izahname hazırlanan menkul kıymetler.

Özetle, iki ayrı tip muafiyet bulunmaktadır: Halka arza ilişkin muafiyetler ve borsada işlem görmeye ilişkin muafiyetler. Halka arz edilecek bir menkul kıymet için, öncelikle izahname hazırlamaktan muaf olup olmadığı tespit edilmektedir. Bundan bağımsız olarak, borsada işlem görme başvurusunda da bir muafiyet olup olmadığına bakılmaktadır. Örneğin, halka arz esnasında izahname hazırlamaktan muaf olan menkul kıymetler, borsada işlem görmeye ilişkin bir muafiyetten yararlanmıyorlarsa, izahname hazırlamak durumundadırlar.

Öte yandan, borsada işlem görme başvurularına ilişkin olarak, izahname yayınlamakla yükümlü olmamakla beraber, yine de bu direktif kapsamında

izahname yayınlayan ihraççılar tek pasaport avantajlarından faydalanacaktır.

İZAHNAME

Direktif, Avrupa Birliği çapında, yatırımcıların eş düzeyde korunmasını amaçlamaktadır. Bu bağlamda hazırlanacak izahnamenin içereceği bilgilerin niteliği ve niceliği ile ilgili biçimi belirlemektedir.

İzahname Kapsamı

Genel olarak izahnamenin, ihraççının mali durumu ve görünümü ile, menkul kıymetin verdiği hakları içeren tüm bilgileri rahatça anlaşılabilir bir şekilde sunması öngörülmektedir. Ayrıca, teknik olmayan bir dilde kaleme alınmış bir özetin olması gerekmektedir.

Hisse senedi vb. menkul kıymetler dışında kalan menkul kıymetlerin işlem görme başvurusu söz konusu olduğunda, eğer kupür değeri 50.000 avronun üzerindeyse, bu özetin yayımı gerekli değildir.

Ancak birkaç ülkede birden yapılan bir ihraç söz konusuysa ve izahname ülkenin resmi dilinde değilse, üye ülke özetin bu dilde de yayınlanmasını isteyebilir. İzahnamenin yayınlanacağı dil konusu ileride ele alınacaktır.

İzahname tek bir belgeden oluşacağı gibi, üç ayrı belge olarak da hazırlanabilir. Bunlar:

- Yukarıda söz edilen özet.
- İhraççıya ilişkin bilgileri içeren kayıt belgesi.
- Halka arz edilecek veya işlem gören menkul kıymet hakkında bilgileri içeren menkul kıymet belgesi.

Kayıt belgesi daha önce yayınlanmış ve ilgili otorite tarafından onaylanmışsa, menkul kıymet belgesi ile özetin hazırlaması ve onaylanması gerekmektedir. Bu durumda, kayıt belgesi hazırlandıktan sonra ortaya çıkan ve normalde kayıt belgesinde yer alması gereken bilgilere, menkul kıymet belgesinde yer verilecektir.

Bazı menkul kıymetlerde izahname, yalnızca ihraç-

çı ve menkul kıymete ait verileri içerecek şekilde, daha sınırlı bir yapıda hazırlanabilir. Halka arzın "nihai koşulları" temel izahname veya ekte yer almıyorsa, halka arzdan önce ayrıca yayınlanır. "Temel izahname" olarak anılan bu sınırlı kapsamlı belge, aşağıdaki kıymetler için hazırlanır:

- Hisse senedi vb. haricindeki, bir program dahilinde (devamlı veya tekrarlı şekilde) ihraç edilen menkul kıymetler, warrant'lar dahil. Bu menkul kıymetlerin aynı program altında ihraç edilen farklı ürünler olması da mümkündür.
- Kredi kuruluşları tarafından devamlı veya tekrarlı şekilde ihraç edilen hisse senedi vb. haricindeki varlığa dayalı menkul kıymetler.

İzahname veya temel izahname yayınlandıktan sonra, halka arzın tamamlanmasına kadar geçen sürede yeni koşulların meydana gelmesi, yayınlanan izahnamede maddi hata bulunması gibi durumlarda izahnameye ek yayınlanır. Bu ekin en fazla 7 işgünü içinde onaylanması ve izahnamenin yayınlandığı şekilde yayınlanması gerekmektedir. Gerekirse özet belgesi ve çevirisine de ek yapılabilir. Ekin yayınlanmasından sonra en az 2 işgünü boyunca, menkul kıymete talepte bulunmuş olan



yatırımcılar, taleplerinden vazgeçebilirler.

Üye ülkelerin, izahnamede nihai halka arz fiyatı ve halka arz edilecek miktar yer alamadığı zaman, bunların belirlenmesiyle ilgili kriterlerin belirlenmesi veya azami fiyatın izahnamede yer almasını sağlaması gerekmektedir. Ayrıca, nihai fiyat ile miktarın belirlenmesinden sonra en az 2 gün boyunca menkul kıymet alımlarına ilişkin taleplerin iptal edilebilmesi mümkün kılınmalıdır.

Çeşitli menkul kıymet tiplerine göre izahnamelerde ve eklerde yer alması gereken içerik ve biçim şartları 809/2004 sayılı yönetmelikte belirtilmiştir.

Yönetmelikte farklı özelliklerdeki menkul kıymetler için kayıt belgesi ve menkul kıymet belgesinde yer verilmesi gereken asgari bilgileri içeren çizelgeler bulunmaktadır. İzahname hazırlanırken, yönetmelikte yer alan farklı çizelgeler enstrümanın niteliğine göre çeşitli kombinasyonlarla birleştirilmektedir.

Burada da hisse senedi ve benzeri menkul kıymetlerle, hisse senedi niteliğinde olmayan menkul kıymet ayrımı bulunmaktadır. Borç senetlerinde, kupür değeri 50.000 avronun üzerinde olan menkul kıymetler farklı değerlendirilmektedir.

Yönetmelikte, hisse senetleri, 50.000 avrodan düşük kupür değerli tahviller ve türevler, 50.000 avrodan yüksek kupür değerli borçlanma senetleri ile türevler, varlığa dayalı menkul kıymetler, depo sertifikaları, türevler ve kapalı uçlu yatırım fonları (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları) ve üye ülkeler ile uluslararası kuruluşların ihraç ettiği tahviller için kayıt belgesi ve menkul kıymet belgesi çizelgeleri yer almaktadır.

Ayrıca, bağlayıcı olmayan bir "kombinasyon tablosu" da bulunmaktadır. Yukarıdaki kategorilere girmeyen menkul kıymetlerin tanımlanabilmesi için bu tablo kullanılmaktadır. Tablo yardımıyla ilgili tanıma uygun izahname hazırlanmaktadır. Halka arz edilecek veya işlem görecekt menkul kıymetin tablodaki kombinasyonlarla tanımlanamaması durumunda, farklı kombinasyonlar uygulanabilmektedir.

Kayıt belgesi, her ürün için farklılıklar içermekle beraber, genel olarak ihraççının sermayesi, yönetimi ve faaliyetleri, ihraççının finansal durumu ve kârlılığı, ihraççının yönetim ve denetiminden sorumlu kişiler ile ilgili bilgileri içermektedir.

Menkul kıymet belgesinde ise menkul kıymet hakkında bilgiler, halka arz ve işlem görme ile ilgili detaylar bulunmaktadır.

Direktife göre, özel durumlarda, ihraççının olumsuz bir duruma düşmemesi için, bazı bilgilerin izahnamede yer almaması söz konusu olabilmektedir. Bu durumlar şöyle sıralanmıştır:

- Açıklanan bilginin kamu yararına aykırı olması.
- Bilginin açıklanmasının ihraççıya önemli zarar vermesi, fakat açıklanmamasının yatırımcının yanlış bilgilendirilmesine sebep olmaması.
- Özel bir halka arz veya işlem görme için önemsiz bir bilgi olması.

Ayrıca direktifte, izahnamedeki bilgilere ilişkin sorumluluğu üstlenen gerçek veya tüzel kişilerin isimleri ve görevlerinin izahnamede yer alması da öngörülmektedir. Üye ülkeler, bu kişilerin hukuki sorumluluğunu temin etmelidir. Ancak, bu sorumluluk tek başına özet raporun veya tercümesinin değerlendirilmesi durumunda söz konusu değildir.

İzahname İçeriği: Hisse Senedi Örneği

Çeşitli menkul kıymet tiplerine göre izahnamelerde ve eklerde yer alması gereken farklı bilgiler 809/2004 sayılı yönetmelikte belirtilmiştir.

Yönetmeliğe göre, tüm izahnamelerde bir özet ve detaylı bir "İçindekiler" bölümü bulunması zorunludur. Ayrıca, ihraççı ve menkul kıymete dair risk faktörlerini içeren bir bölüm de yer almalıdır.

Bu bölümde hisse senetleri izahnamesini oluşturan kayıt belgesi ve menkul kıymet belgesinde yer alması gereken ana başlıklar ve içerikleri sunulmaktadır.

Kayıt Belgesi:

- Sorumlu Kişiler: Belgede verilen bilgilerden so-

rumlu olan kişiler ve bunların doğruluğuna ilişkin beyan.

- Yasal Denetçiler: Mali bilgilerden sorumlu denetçiler ile ilgili bilgiler.
- Seçilmiş Mali Bilgiler: Mali durumla ilgili seçilmiş tarihi bilgiler.
- Risk Faktörleri: İhraççı ve sektörle ilgili risk faktörleri.
- İhraççı Hakkında Bilgiler: İhraççının adresi, hukuki durumu ve yatırımları ile ilgili bilgiler.
- İş Alanı: İhraççının esas faaliyetleri ve faaliyet gösterdiği temel piyasalar hakkında bilgiler.
- Organizasyon Yapısı: İhraççı bir grup bünyesinde faaliyet gösteriyorsa, bu grubun yapısı ve varsa ihraççının iştirakleri hakkında bilgiler.
- Maddi Varlıklar: İhraççının mevcut ve planlanan maddi varlıkları hakkında bilgiler.
- Faaliyetler ve Mali Durum: İhraççının mali durumu hakkında veri ve bilgiler. Faaliyetlerle ilgili önemli ve olağandışı gelişmelerle ilgili bilgiler.
- Sermaye: İhraççının sermaye yapısı ve nakit akışları ile ilgili bilgiler.
- Araştırma-Geliştirme, Patent ve Lisans: İhraççının bu konudaki politika ve harcamaları hakkında bilgiler.
- Trend Bilgisi: Üretim, satış ve fiyatlarla ilgili son trendler hakkında bilgiler.
- Kâr Tahminleri: İhraççı bu bilgiyi dahil etmeye karar veriyse, varsayımlar hakkında bilgiler.
- Yönetim ve Denetim Kadroları: Bu kişilerin mevcut ve eski faaliyetleri ve olası çıkar çatış-

maları ile ilgili bilgiler.

- Ücret ve Menfaatler: Yönetim ve denetim kadrolarında yer alan kişilere son mali yılda yapılan ücret ve menfaat ödemeleri hakkında bilgiler. İhraççının emeklilik vs. gibi menfaatler için ayırdığı tutarlarla ilgili bilgiler.
- Yönetim Kurulu İşleyişi: Yönetim, denetim, teftiş kadroları hakkında bilgiler.
- Çalışanlar: Toplam çalışan sayısı, çalışanlara verilen ortaklık haklarıyla ilgili bilgiler.
- Ana Ortaklar: Dolaylı ve dolaysız ortaklar, oy hakları hakkında bilgiler.
- İlgili Taraflarla Faaliyetler: Bu faaliyetlere ilişkin mali detaylar.
- İhraççının Mali Durumu: Son üç yılın denetimden geçmiş, uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun mali tablolar. Önemli bir değişiklik söz konusu olduğunda, pro forma mali bilgiler. Ara dönem mali bilgileri. Temettü politikası.
- Ek Bilgiler: Hisse senedi payları hakkında bilgiler, ihraççının ana sözleşmesi.
- Önemli Sözleşmeler: Normal faaliyetler haricinde yapılan önemli sözleşmelerle ilgili bilgiler.
- Üçüncü Kişilerden Gelen Bilgiler, Uzmanların Yaptığı Açıklamalar: Uzmanın kimliği, kullanılan bilginin kaynağı gibi bilgiler.
- Halka Açık Belgeler: Kayıt belgesinin geçerliliği boyunca şirket ana sözleşmesi, mali tabloları, değerlemeler vb. gibi bilgilere kamuoyunun erişiminin sağlanmasına ilişkin beyan.
- İştiraklerle İlgili Bilgiler: İhraççının önemli iştirakleriyle ilgili bilgiler.

Menkul Kıymet Belgesi:

- Sorumlu Kişiler: Belgede verilen bilgilerden sorumlu kişiler ve bilgilerin doğruluğuna ilişkin beyan.
- Risk Faktörleri: İhraç edilen menkul kıymetlerle ilgili riskler.
- Temel Bilgiler: İşletme sermayesi, sermaye ve borçlar, halka arzla ilgili kişilerin çıkarları, halka arz sebebi gibi bilgiler.
- Menkul Kıymete İlgili Bilgiler: Menkul kıymetin ISIN kodu, para birimi, verdiği haklar (temettü, oy), tabi olunan vergi rejimi gibi bilgiler.
- Halka Arz Koşulları: Halka arz miktarı, başvuru koşulları, tahsis planı, fiyatlamaya ile ilgili bilgiler.



- İşlem Görme Düzenlemeleri: Olası işlem görme tarihi, halihazırda menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalar, piyasa yapıcılarının sorumlulukları gibi bilgiler.
- Satışta Bulunmak İsteyen Menkul Kıymet Sahipleri: Menkul kıymeti satacak olan kişilere ilişkin kimlik ve adres bilgileri.
- Giderler: Halka arz veya işlem görme talebine ilişkin net gelirler ve gider tahminleri.
- Sermaye Oranlarındaki Değişim: Yeni hisse senedi ihracı sonrasında pay başına sermaye oranında meydana gelecek değişimle ilgili hesaplar.
- Ek Bilgiler: Belgede katkısı olan danışman, uzman gibi üçüncü kişiler ve bunların raporlarıyla ilgili bilgiler.

İzahnamenin Geçerlilik Süresi

Direktif, izahname ve temel izahnamenin geçerlilik süresini 12 ay ile sınırlamıştır. Ancak, güncelleştirme gereken durumlarda izahnameye ek yayınlanması gerekmektedir. Kredi kurumları tarafından, devamlı veya tekrarlı şekilde ihraç edilen hisse senedi dışı menkul kıymet ihraçlarında geçerlilik, bu menkul kıymet ihraçlarının bitmesine dek sürer.

Bilgi Yayını

Direktifle, bilgi yayını ile ilgili bir kural da getirilmiştir. Menkul kıymetleri organize bir piyasada işlem görmek için kabul edilen ihraççılar, en azından senede bir kez, son 12 ayda AB içinde veya diğer ülkelerde menkul kıymet düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıkladıkları bilgileri içeren veya bu bilgilere gönderme yapan bir belge hazırlamalıdır. Bu bilgiler, kamuyu aydınlatma direktifinde öngörülen verileri ve uluslararası finansal raporlama standartları çerçevesinde, mali tabloları da kapsamalıdır. Bu bilgi yayınından birim kupür değeri 50.000 avronun üzerinde olan hisse senedi dışı menkul kıymet ihraçları muaftır.

Direktifle, izahnamede ihraççının daha önce yayınladığı ve yetkili otorite tarafından onaylanan bazı belgelere (örneğin, kamuyu aydınlatma düzenlemesi çerçevesinde açıklanan bilgiler) gönderme yapmasına olanak tanınmaktadır. Böylece, kamuya açıklama yapma yükü azaltılmaya çalışılmıştır.

Bilgi yayını ve gönderme yapma konularındaki detaylar da 809/2004 sayılı yönetmelikte belirtilmiştir.

İZAHNAMENİN ONAYI VE YAYINI

İzahname yetkili otorite tarafından onaylanmadan önce yayınlanamaz. Eğer ihraççının daha önce halka arz edilmiş ve işlem gören menkul kıymeti bulunmuyorsa, izahnamenin onaylanıp onaylanmadığına dair karar, ilgili otorite tarafından en geç 20 işgünü içinde verilmelidir. Daha önce menkul kıymet ihracı gerçekleştirmiş ihraççılar için bu süre 10 günle sınırlıdır. Onaylayacak otorite, izahnamede yer alması gereken ek bilgilere ihtiyaç duyarsa, bu süreler yeni bilgilerin gelmesinden sonra başlar.

Ayrıca, bazı durumlarda bir üye ülkenin yetkili otoritesi izahnamenin onaylanması sorumluluğunu, ihraççıya da bilgi vererek, başka bir üye ülkenin ilgili otoritesine aktarabilir.

Onay sürecinin tamamlanmasının ardından, eğer ilgili hisse senedi türü ilk kez işlem göreceyse, ihracın sonlanmasından en az 6 işgünü önce izahname yayınlanmalıdır. Diğer menkul kıymetler için halka arz veya işlem görmeye başlamadan makul bir süre önce, en geç başlangıcında, izahnamenin yayınlanması yeterlidir. İzahnameler yetkili otorite tarafından kayda alınır.

İzahname, aşağıdaki şekillerde yayınlanabilir:

- Üye ülkede yaygın şekilde dağıtımı yapılan bir ya da birden fazla gazeteyle ilan verilmesi.
- İzahnamenin basılı örneğinin yatırımcılara belsiz olarak dağıtılması amacıyla işlem göreceği piyasanın ofislerinde, ihraççının kayıtlı merkezinde ve aracı kuruluşun ofislerinde bulundurulması.
- İzahnamenin elektronik bir dosya olarak ihraççının ve aracı kuruluşun internet sitesinde bulundurulması.
- İzahnamenin elektronik bir dosya olarak işlem göreceği piyasanın internet sitesinde bulundurulması.
- Kuruluş ülkesinin ilgili otoritesinin böyle bir hiz-

met sunması halinde, izahnamenin elektronik bir dosya olarak bu otoritenin internet sitesinde bulundurulması.

Kuruluş ülkesi, yazılı ilanının yayımı halinde, izahnamenin elektronik ortamda ihracçının ve aracı kuruluşun internet sitesinde bulundurulmasını da isteyebilir.

Direktif, reklamların uyumlaştırılması için bir düzenleme içermektedir. Herhangi bir halka arz veya işlem görmeye ilişkin reklam yapılması durumunda, direktif bu reklamların yanıltıcı olmaması, izahname yayınlandıysa, bununla uyumlu olmasını da öngörmektedir.

İzahname yayınlanması gerekmeyen durumlarda, eğer belirli bir yatırımcı grubuna bazı bilgiler açıklanıyorsa, bu bilgilerin ihracın hitap ettiği tüm yatırımcı gruplarına açıklanması gerekmektedir. Bu konuların takibinden yetkili otorite sorumlu tutulmuştur.

İzahnamenin yayını ve reklamlar ile ilgili detaylar da 809/2004 sayılı yönetmelikte belirtilmiştir.

ÜLKELERARASI HALKA ARZLAR VE İŞLEM GÖRME BAŞVURULARI

Direktif çerçevesinde hazırlanan bir izahname ile bir menkul kıymet, kuruluş üye ülkesinde halka arz edildiği veya bir piyasada işlem gördüğü takdirde, bir diğer üye ülkede ("ev sahibi ülke" olarak adlandırılır) halka arz veya işlem görmek için yeni bir izahname hazırlanması gerekmemektedir. Ancak, izahname yayınlandıktan sonra meydana gelen yeni gelişmeleri içeren bir ek yayınlanması gerekiyorsa, ev sahibi ülkenin ilgili otoritesi bu ekin hazırlanmasını talep eder ve kuruluş ülkesini haberdar eder.

İhracçının talebi üzerine, kuruluş ülkesinin yetkili otoritesinin, ev sahibi ülke otoritesine izahnamenin uygunluğunu belgeleyen bir sertifika hazırlaması da direktifte düzenlenmiştir.

İZAHNAME DİLİ

İzahnamenin hazırlanacağı dil için şartlar direktifte belirlenmiştir.

Eğer halka arz veya işlem görme yalnızca kuruluş ülkesinde olacaksa, izahname bu ülkenin yetkili otoritesinin belirleyeceği dilde hazırlanmalıdır. Bunun dışındaki durumlarda yayın dili ihracçının tercihi ile belirlenmektedir.

Halka arz veya işlem görme, kuruluş ülkesi haricindeki ülkelerde yapılacaksa, ihracçının tercihi üzerine izahname bu ülkelerin yetkili otoritelerinin kabul edeceği bir dil veya uluslararası finans çevrelerinde kabul gören bir dilde yazılmalıdır. Ev sahibi ülkeler bu durumda, kendi resmi dillerine tercüme edilmiş bir özet isteyebilirler. Ayrıca, kuruluş ülkesi yetkili otoritesi, inceleme amacıyla izahnamenin kendisi tarafından kabul edilen veya uluslararası finans çevrelerinde kabul gören bir dilde ya-



ynlanmasını da talep edebilir.

Öte yandan, halka arz veya işlem görme, kuruluş ülkesi ile beraber başka ülkelerde de yapılacaksa, ihracının tercihi üzerine izahname, kuruluş ülkesinin yetkili otoritesinin kabul ettiği bir dilde ve diğer ülkelerin yetkili otoritelerinin kabul edeceği veya uluslararası finans çevrelerinde kabul gören bir dilde yazılmalıdır. Ev sahibi ülkeler yalnızca özetin resmi dillerine çevrilmesini talep edebilirler.

Eğer asgari birim kupür değeri 50.000 avronun üzerinde olan hisse senedi haricinde bir menkul kıymetin halka arzı veya işlem görmesi söz konusuysa, ihracının tercihi üzerine, izahname kuruluş ülkesi ve ev sahibi ülkenin yetkili otoritelerinin kabul ettiği bir dilde veya uluslararası finans çevrelerinde kabul gören bir dilde yazılmalıdır. Ev sahibi ülkeler yalnızca özetin resmi dillerine çevrilmesini talep edebilirler.

ÜÇÜNCÜ ÜLKELERDE KURULU İHRAÇÇILAR

Direktifte, AB üyesi olmayan ülkelerde kurulu ihracçıların menkul kıymetlerinin halka arz edilmesi veya işlem görmesi konusunda, hazırlanan izahnamenin (mali veriler dahil) bu direktifte yer alan şartlara eşdeğer bilgiler içermesi ve IOSCO gibi uluslararası organizasyonların belirlediği standartlarda kamuyu aydınlatma şartlarını yerine getirmesi gerekmektedir. Bu durumda izahnamenin, kuruluş ülkesi yetkili otoritesi tarafından onaylanması öngörülmektedir.

Mali verilerle ilgili şartlar 809/2004 sayılı yönetmelikte belirtilmiştir. Buna göre, üçüncü ülkelerde kurulu ihracçılar, mali tablolarını 1606/2002 sayılı AB yönetmeliğinde öngörüldüğü üzere uluslararası finansal raporlama standartlarına göre, veya buna eşdeğer bir ulusal düzenleme çerçevesinde hazırlamalıdır.

2008 sonuna kadar, ABD, Japonya ve Kanada'da uygulanan muhasebe ilkelerine (Generally Accepted Accounting Principles-GAAP) göre hazırla-

nan mali tablolar yeterli görülmektedir. Diğer ülkelerin muhasebe ilkelerinin eşdeğerliğinin belirlenmesi yetkili otoritenin sorumluluğuna bırakılmıştır. Eğer eşdeğerlik şartı sağlanamıyorsa, mali tablolar UFRS'ye uygun olarak ayrıca sunulmalıdır. Eşdeğerlik konusunda Avrupa Komisyonu ve Avrupa Menkul Kıymet Komisyonu (European Securities Committee) tarafından yürütülen çalışmaların 2008 ortasında tamamlanması planlanmaktadır.

YETKİLİ OTORİTE

Üye ülkeler, izahnameyle ilgili yükümlülükleri yerine getirecek, piyasa katılımcılarından bağımsız bir yetkili otorite belirlemelidir. Ancak izahnamenin onayı ve yayımı için farklı bir otorite de seçilebilir. Uluslararası işbirliği söz konusu olduğunda, sorumlu tek merci yine merkezi yetkili otorite olmalıdır. Burada yetkili otoriteden kasıt Türkiye'deki Sermaye Piyasası Kurulu benzeri düzenleyici kurumlardır.

Yetkili otoritenin, izahnamelerin yayını ve saklan-



ması haricindeki yetkilerini, çerçevesi detaylı bir şekilde çizilmek suretiyle, başka kurumlara aktarma imkânı bulunmaktadır. Ancak nihai sorumluluk yine yetkili otoritede kalmaktadır. Yetki devirleri ile ilgili gelişmelerin 2008 sonunda tekrar değerlendirilmesi ve bu devrin 2011'de sona erdirilmesi öngörülmüştür.

Yetkili otoritenin sahip olması gereken asgari koşullar da belirlenmiştir. Yetkili otoritenin, izahnamenin onayı aşamasında veya menkul kıymetin işlem görmeye başlaması durumunda, çeşitli belge talebinde bulunmak, direktifteki şartların yerine getirilmediğine kanaat getirirse menkul kıymetin halka arzını veya işlem görmesini engellemek veya geçici olarak durdurmak gibi yetkileri bulunmalıdır. Ayrıca, bu direktife uyumu sağlamak için yerinde denetimler de yapabilmelidir. Yetkili otorite, ihraççıların kamuyu aydınlatma direktifine uyumunu da temin etmelidir.

Direktif, farklı üye ülkelerin yetkili otoritelerinin işbirliğini de öngörmektedir. Ev sahibi ülkenin yetkili otoritesi, ihraççı veya aracı kuruluşun bazı düzenlemelere aykırı işlem yaptığını tespit ettiğinde, kuruluş ülkesi yetkili otoritesini bu durumdan haberdar etmelidir. Kuruluş ülkesi yetkili otoritesinin bu konuda aldığı önlemler yetersiz kalırsa, ev sahibi ülkenin otoritesi yatırımcıları korumak adına gerekli tedbirleri almalıdır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Avrupa Birliğinde, menkul kıymetlerin halka arz ve işlem görme başvuruları çerçevesinde hazırlanması gereken izahname, 2003/71 sayılı direktif ve 809/2004 sayılı yönetmelik ile düzenlenmektedir. Bu çerçevede hazırlanan tek izahnameyle şirketler Avrupa Birliği çapında halka arz olma ve işlem görme imkânı bulmaktadır.

Bununla beraber, bazı halka arzlarda ve işlem görme başvurularında izahname yayınlanması zorunlu tutulmamıştır. Bazı ihraç tipleri, menkul kıymetlerin kupür değeri ve ihracın yapıldığı yatırımcıların niteliği, bu muafiyetlerden yararlanmaya imkân tanıyabilmektedir.

İzahname tek bir belgeden oluşacağı gibi, özet, kayıt belgesi ve menkul kıymet belgesi şeklinde üç ayrı belge olarak da hazırlanabilmektedir.

İzahnamenin içeriğiyle ilgili detaylar, menkul kıymet tipine göre, ayrı ayrı belirlenmiştir. İzahnamenin hazırlanacağı dil bazı durumlarda, uluslararası finans alanında yaygın kullanılan bir dil olarak da belirlenebilmektedir.

Bunların yanı sıra, sermaye piyasasında düzenleyici otoritenin izahnamede yer alan verilerin güvenilirliğini sağlayacak yetkilerle donatılması düzenlemelerde yer almaktadır. Ayrıca, Birlik çapında düzenleyici otoritelerin işbirliğine de önem verilmiştir.

İpotekli Konut Finansmanı Sistemi



Gökben Altaş
Araştırma ve İstatistik

Dünyada uzun süredir gayrimenkul finansmanı için kullanılan ipotekli konut finansmanı sistemi (mortgage) ülkemizde ilgili yasanın 6 Mart 2007 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanmasıyla yürürlüğe girmiştir. Sistem genel olarak konut ipoteği karşılığında bireylere konut kredisi verilmesine ve söz konusu ipotekli kredilerin geri ödemelerinin toplulaştırılarak sermaye piyasasında ihraç edilmesi temeline dayanmaktadır. Ülkemizde oluşturulacak bu sistemle, konut alıcılarının daha uygun koşullarda borçlanması hedeflenmektedir. Ayrıca, alternatif yatırım araçlarının geliştirilmesine de olanak sağlanmış olacaktır.

Bu çalışmada, dünyada yaygın olarak kullanılan ve Türkiye’de de uygulanmaya başlanacak olan mortgage sistemi hakkında bilgi verilmesi amaçlanmaktadır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan çeşitli ülkelerdeki mortgage sistemleri incele-

nerek Türkiye’de uygulanacak yeni konut finansman sistemi ele alınmaktadır.

I. MORTGAGE NEDİR?

“Mort” Fransızca’da ölü anlamına gelirken, “Gage” Almanca’da, verilen bir sözün karşılığında bırakılan depozit anlamına gelmektedir. Bu iki kelimenin birleşmesiyle oluşan **Mortgage**, gayrimenkulün borç bitene (ölene) kadar rehin verilmesi şeklinde değerlendirilebilir. Diğer bir ifadeyle mortgage, bir taşınmazın alınan bir kredi karşılığında rehin olarak verilmesine denir. Kısacası, ipotektir. Ancak mortgage kelimesi, verilen kredinin yanı sıra sistemin genelini ifade etmekte de kullanılmaktadır. Türkiye’de ipoteğe dayalı konut finansmanı sistemi olarak anılan mortgage için Türk Dil Kurumu “tutsat” ya da “tutulu satış” terimlerini önermektedir.

Konut finansmanı kurumları, örneğin bankalar, gayrimenkul sahibi olmak isteyenlere uzun vadeli kredi verip söz konusu gayrimenkul üzerinde ipotek tesis eder. Böylece kredinin ödenmemesi durumunda kurum ipoteği paraya çevirerek kredi alacağını tahsil eder.

Sistemi fon akışı açısından birincil ve ikincil piyasa olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Birincil piyasada kredi kuruluşları bireylerin kredi taleplerini karşılamaktadır. İkincil piyasada ise kredi veren kuruluşlar, kredi alacakları karşılığında menkul kıymet ihraç ederler. Bu menkul kıymetler de mortgage faaliyeti yürüten finansal kurumlarca alınarak yatırımcıya sunulur.

Bu yapıda, gayrimenkul değerlemesinin doğru yapılması, sistemin başarısı için çok önemlidir. Ayrıca, sistemi risklere karşı koruyan denetleyici ve

düzenleyici organlar da görev almaktadır. Bu çerçevede, mortgage piyasasında faaliyet gösteren aktörler 4 ana grupta incelenebilir.

- Kredi kurumları: Konut kredisi veren kuruluşlardır. Ticari bankalar, leasing şirketleri ve tasarruf sandıkları gibi kuruluşlar bu grupta yer alır.
- Tüketiciler: Birincil piyasada konut kredisi alan bireyleri ifade etmektedir.
- Yatırımcılar: İkincil piyasadaki menkul değerleri satın alanları ifade etmektedir.
- Diğer aktörler: Sermaye piyasası kuruluşları, değerlendirme uzmanları, sigorta ve bireysel emeklilik şirketlerinin yer aldığı gruptur.

II. TARİHSEL SÜREÇ

Avrupa ülkelerinde mortgage uygulamalarının başlangıcı 18. yüzyıla kadar gitmektedir. Gayrimenkul ipoteği karşılığında konut finansmanı sağlanması ilk defa Prusya'da 1769 yılında görülmüştür. İsviçre'de 1857'de çıkarılan kanun ile bazı kredi kuruluşlarına gayrimenkul teminatı karşılığında senet ihraç etme hakkı verilmiştir. İlk ipotekli tahvil ihracı Fransa'da 1852 yılında yapılmıştır. Günümüzdeki ipotek kredilerine benzer ilk uygulama ise Almanya'da 1899'da İpotek Bankaları Kanunu ile düzenlenmiştir.

ABD'de, 1929 ekonomik krizinde çöken konut piyasasını desteklemek, ikincil ipotek piyasasını oluşturarak konut almak isteyenlere fon sağlamak için 1938 yılında Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) kurulmuştur. 1970 yılında ilk ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme işlemi ile hükümet garantili sertifikalar ihraç edilmiştir.

III. MORTGAGE ÇEŞİTLERİ

Dünyadaki mortgage uygulamalarına bakıldığında, her ülkenin konut finansman sisteminin bir diğerinden farklı olduğu görülmektedir. Her ülke uygulamakta olduğu modeli kendi ihtiyaçları doğrultusunda şekillendirmiştir. Mortgage çeşitlerini bir takım ortak özelliklerine göre sınıflandırmak mümkündür. Ancak, bu sınıflandırmaya geçmeden önce, sistemdeki önemli risklere değinmekte yarar vardır.

Sistemdeki risklerin en başında tüketicilerin aldıkları kredileri zamanında ya da hiç ödememeleri riski (kredi riski) gelmektedir. Genellikle bu riski hesaplamak için geçmiş yıllardaki verilerden yararlanılır. Geri ödeme (veya ödememe) oranlarına bakılarak istatistiksel tahminler yapılır. Bu tahminler ışığında, toplam alacakların belirli oranları hesaplanarak fazladan teminat alınır. Ancak, geri ödenmeyen alacakların tahmin edilenden daha fazla olması durumunda, sistemdeki aktörlerin (kredi kurumlarının veya yatırımcıların) zarar etme riski ortaya çıkmaktadır.

Sistemdeki diğer önemli risk ise, beklenen ve programlanandan daha fazla kredinin vadesinden önce geri ödenmesi (erken ödeme) riskidir. Kredilerin erken ödenmesi sonucunda sistemdeki aktörlerin getirilerinin düşme ihtimali ile karşılaşılabilir. Tüketicilerin kredileri zamanından önce ödemelerinin en önemli sebebi, piyasadaki faiz oranlarının düştüğü durumlarda kredilerini daha düşük faizli kredilerle finanse etmek istemeleridir. Bu durumda, erken geri ödenen krediler, kredi veren tarafından daha düşük faiz oranlı araçlara yatırılmak durumunda kalmaktadır.

Genel hatlarıyla, mortgage araçlarını iki ana gruba ayırmak mümkündür:

- İpotekli Tahviller
- İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

A. İPOTEKLİ TAHVİL (Mortgage Covered Bond)

İpotek teminatlı menkul kıymetler olarak da tanımlanan bu tahviller, genellikle Avrupa ülkelerinde görülüp, sıkı yasal hükümlerle düzenlenmişlerdir. İlk uygulamaya 18. yüzyılda başlanan ipotekli tahvillerin temel işleyişi arka sayfadaki şekilde gösterilmektedir.

Konut finansmanı kuruluşları, konut kredisi almak isteyen tüketicilere, ipotek karşılığında kredi verirler. Daha sonra bu kredi kurumları, verdikleri ipotekli kredilere dayanan tahvil ihraç ederler. Tahvil ihracından sağlanan fonlarla yeniden kredi vererek sistemdeki nakit akışını sağlarlar. Konut kredileri-

İpotekli Tahvil



Kaynak: SPK

villerin toplu teminatıdır.

Almanya ve İngiltere'deki gibi, tek bir teminat havuzu bulunan sistemlerde (Pfandbriefe

nin geri ödemeleri, ihraç edilen tahvilin teminatı olmaktadır. Teminat havuzunu oluşturan konut kredisi alacakları, tahvil ihraç eden kuruluşun bilançosunda yer alır.

İpotekli tahvil ihraççıları, Almanya, İspanya ve Danimarka'da olduğu gibi, özel ipotek bankaları olabilir. Özel ipotek bankaları, mevduat toplamayan ve yalnızca konut finansmanı alanında faaliyet gösteren bankalardır. Ayrıca Şili ve Çek Cumhuriyeti'nde olduğu gibi, ticari bankalar da ipotekli tahvil ihraç edebilir.

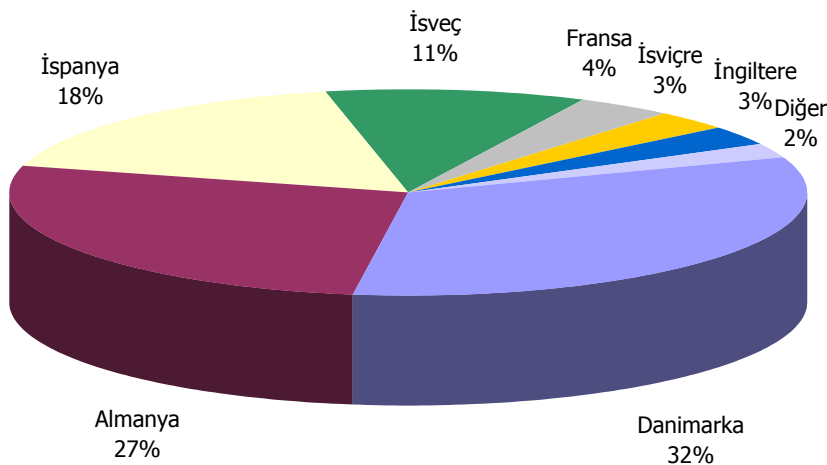
İpotekli tahvil yatırımcısı, teminat havuzunda öncelikli hakka sahiptir. Dolayısıyla yatırımcı için tahvil getirisi kadar, ihraççı kurumların mali yapılarının sağlamlığı da önemlidir. Teminat havuzunda bulunan alacaklar belirli bir grup tahvilin değil, aynı kurum tarafından ihraç edilen tüm ipotekli tah-

Model), krediler bir arada toplanıp yeni kredilerin fonlanması için yeni tahvil ihraç edilir. Üzerine tahvil ihraç edilen krediler ipotek bankasının bilançosunda kalmaya devam eder. Tahviller, ihraççının borçlanma senedi niteliğindedir. Böylece, teminat olarak gösterilen kredi alacaklarının değeri tahvil borcunun altına düşerse, banka kendi kaynaklarını kullanarak sistemi güvence altına alır. Genellikle bu tür modellerde erken ödeme riski ihraççıda (kredi veren kurumda) kalmaktadır.

Ülkemizde uygulamaya konulacak yeni konut finansmanı sisteminde öngörülen araçlardan biri olan "ipotek teminatlı menkul kıymetler", burada anlatılan Pfandbriefe modelinde kullanılan ipotekli tahvillere benzemektedir.

Danimarka ve Şili gibi ülkelerde ise, benzer risk, getiri ve vadeye sahip kredilerden oluşan birden

Avrupa'daki İpotekli Tahvil Stoku (2005)



Toplam: 877 milyar €

Kaynak: Avrupa Mortgage Federasyonu (EMF)

fazla teminat havuzu bulunmaktadır. Sadece kredi alacaklarının bulunduğu teminat havuzlarındaki toplam kredi kadar tahvil ihraç edilmektedir. Genellikle bu modellerde, kredilerin anapara ve faiz ödemeleri yatırımcıya aynen yansıtılmaktadır. Tüketicinin krediyi erken ödemesi yatırımcıya aktarıldığı için, bu tür sistemlerde erken ödeme riski yatırımcının üzerindedir.

Gelişmekte olan ülkelerde de ipotekli tahviller görülmektedir. Polonya,

Çek Cumhuriyeti, Macaristan gibi ülkelerde ipotekli tahvil ihracına başlanmıştır. 2005 yılı sonunda 900 milyar €'ya yaklaşan ipotekli tahvil stokunun ülkelere göre dağılımı grafikte gösterilmektedir.

B. İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER (Mortgage Backed Securities)

İngilizcede "securitization" olarak bilinen menkul kıymetleştirme işlemlerinde temel olarak, çok sayıda kredi ve diğer kaynaklardan doğan alacaklar bir araya getirilerek bir **havuz** oluşturulmaktadır. Bu havuzdaki alacaklar da **menkul kıymete dönüştürülerek** yatırımcılara satılmaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) menkul kıymetleştirme işlemlerinde kullanılan önemli finansal araçların başında gelmektedir.

1970'li yıllarda ABD'de uygulanmaya başlanan bu sistem, bazı Avrupa ülkeleri ile, Malezya, Kolombiya ve Güney Kore gibi gelişmekte olan ülkelerde de görülmektedir. Bankalar ve diğer kredi kurumları, kullandıkları konut kredilerini ikincil piyasada, tüm hakları ile birlikte, belirli bir satış bedeli karşılığında özel amaçlı kuruluşlara devretmektedir. Bu kuruluşlar da, devraldıkları kredilere dayanan menkul kıymetler çıkarıp bunları yatırımcılara satmaktadır. Temel işleyiş aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

Bu sistem ipotekli tahvil modeline benzese de en önemli farkı; kredi alacaklarının, kredi veren kurumun bilançosunun dışına çıkarılması ve gelen nakit akımlarının belirli bir komisyon oranı düşüldükten sonra aynen yatırımcıya aktarılmasıdır. Bu durumda kredilere ilişkin riskler de yatırımcıya aktarılmaktadır.

Kredilerin bilançodan çıkarılması ile birlikte bankalar serbest sermayeye kavuşmakta, borç/özsermaye oranı iyileşmektedir. Ayrıca, kredilerin özel finans kuruluşlarına devrinden elde edilen gelirle yeni krediler için yeni kaynaklar oluşturulmaktadır.

İDMK'ların ipotekli tahvillerden ayrılan bir diğer özelliği de bu sistemin, özel bir kanuni düzenleme yapılmaksızın medeni kanun, icra ve iflas kanunu gibi temel kanun hükümleri çerçevesinde uygulanmasıdır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin nakit akımları, dayandıkları ipotek kredilerinin nakit akımlarına bağlıdır. Genel olarak aylık geri ödemelerin faiz kısmı, planlanan aylık kredi ödemeleri ve erken ödemelerden oluşmaktadır. Bu durumda erken ödeme riski aynen yatırımcıya aktarılmaktadır.

İpotek kredilerinin menkul kıymete dönüştürülmesinde kullanılan yapılar göre, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri dört sınıfa ayırmak mümkündür:

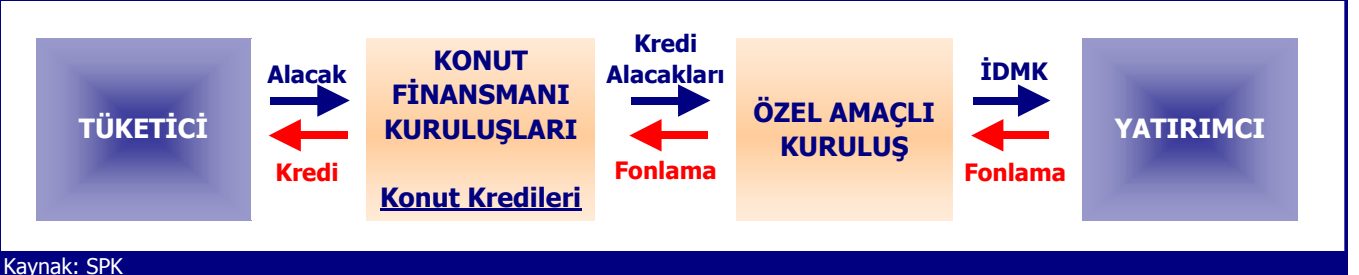
- Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler
- Nakit Akımlı Menkul Kıymetler
- Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
- İpoteğe Dayalı Tahviller

1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Mortgage Pass Through Securities-MPSs)

İlk kez 1970'lerde ihraç edilen ödeme aktarmalı menkul kıymetler (ÖAMK), İDMK türleri içinde en yüksek ihraç hacmine sahiptir. Bu menkul kıymetler, yatırım fonuna benzer şekilde işlemektedir. Ülkemizdeki mortgage yasasında da bu tür bir menkul kıymet öngörülmüştür.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetleri ihraç edecek kurumlar; vade, faiz oranı ve risk bakımından birbirine benzer özellikler gösteren ipotek kredilerini

İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet



kredi kuruluşlarından satın alıp bir ipotek havuzu oluşturmaktadır.

Özel amaçlı kurum, satın aldığı alacak havuzuna dayalı olarak menkul kıymet ihraç etme sorumluluğunu yatırım fonu benzeri kuruluşlara verir. Böylece söz konusu menkul kıymet, özel amaçlı kurum açısından borç niteliğinden çıkmaktadır. Havuzdaki alacaklar, yatırım fonu şeklinde oluşturulup yatırımcılara katılma belgeleri satılır. Katılma paylarını satın alan yatırımcılar, portföyde bulunan kredilerden sağlanan nakit akımı üzerinde, satın aldıkları pay oranında hakka sahiptirler.

Menkul kıymet sahiplerine, havuzda yer alan kredilerin geri ödeme planına göre her ay sahip oldukları pay oranında ödeme yapılmaktadır. Nakit akımları, anapara ve faiz geri ödemelerinin yanı sıra erken ödemelerle de gerçekleştiği için erken ödeme riski yatırımcıda kalır.

Likiditelerinin fazla olması ve genellikle devlet destekli kurumların garantörlüğünde olması bu menkul kıymetlere olan talebi artırmaktadır.

2. Nakit Akımlı Menkul Kıymetler (Mortgage Pay Through Securities)

Nakit akımlı menkul kıymet ihracında temel işleyiş, ödeme aktarmalı menkul kıymetlere benzerdir. Kredi veren kurum, alacakları bir araya getirip bunu özel amaçlı kuruluşa satar. Özel amaçlı kuruluş bu alacaklara dayanarak menkul kıymet ihracını kendisi yapar.

Böylece bu menkul kıymet, ihraççısı açısından borç niteliğinde olup, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin aksine ihraççının bilançosunda yer alır.

İpotekli tahviller gibi ihraççının borç niteliğinde olan nakit akımlı menkul kıymetlerin farkı ihracı gerçekleştiren kurumun, krediyi veren kuruluş değil, bu kuruluşlardan alacakları satın alarak menkul kıymetleştiren özel amaçlı kuruluş olmasıdır.

En çok bilinen nakit akımlı menkul kıymet, ilk kez 1980'lerde ihraç edilen teminatlı ipotek yükümlülükleridir (Collateralized Mortgage Obligations-CMOs). CMO'lar bir ipotek kredisi grubuna ya da ödeme aktarmalı menkul kıymet (MPS) grubuna dayalı olarak ihraç edilebilirler.

Sistem, bir grup ipotek kredisi alacağının gruplandırılıp bir havuz oluşturulmasına dayanır. Bu alacaklar teminat gösterilerek, farklı vade ve getirilere sahip tahviller çıkarılır. Bunlara dilim (tranche) adı verilir. Her dilimdeki tahvilin vade ve getirisi farklı olabileceği gibi, ödemeleri de sabit veya değişken faizli olabilir.

Gayrimenkul kredisi almış olanlar, kredi geri ödemelerini her ay kredi alacakları havuzuna yapar. Bu ödemelerle, 1. dilimden başlamak üzere, çıkarılmış olan tahvillerin faizleri ödenir. CMO'ların faiz ödemeleri genelde aylıktır.

1. dilim, genelde en kısa vadeli olandır. Bundan dolayı, bu dilime yapılan ödemelerde anaparanın payı diğer dilimlere göre daha yüksektir. Aynı zamanda geri ödenmeme riski en düşük dilimdir. Fakat öte yandan, 1. dilimdeki tahviller erken ödeme riskine en duyarlı tahvillerdir. Çünkü, faiz oranları düştüğünde, kredi kullanmış olanlar kredilerini erken kapatacaklardır. Bu tahvillerin vadesi daha erken olduğundan, yeniden yatırım oranı düşük olacaktır.

AKTİF	PASİF
Kredi Alacakları Havuzu	Dilim 1 Getiri %5,50 Vade 5 Yıl
	Dilim 2 Getiri %5,75 Vade 10 Yıl
	Dilim 3 Getiri %5,90 Vade 20 Yıl
	Dilim 4 Getiri Sabit Değil
Ortalama Getiri %6	
Ortalama Vade 12 Yıl	
Diğer Varlıklar	

Şekil üzerinden açıklamak gerekirse, kredi kullananlar geri ödemelerini yaptıkça, önce 1. dilimin anaparaları ödenir ve vadesi dolar. Ardından 2. dilimin vadesi dolar. 3. dilime de bütün ödemeler yapıldıktan sonra, geri kalan ödeme ve alacaklar 4. dilime yapılır. Eğer, kredi almış olanların geri ödemelerinde bir aksama olursa, bu risk öncelikle 4. dilimin üzerindedir. Geri ödemelerde bir sorun olmazsa en yüksek getiriyi bu dilim alır.

3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities-SMBs)

Getirisi ayrılan ipoteye dayalı menkul kıymetlerde, ipotek havuzundan sağlanan anapara ve faiz ödemeleri, satış aşamasında belirlenen ilkelere göre menkul kıymet sahipleri arasında farklı şekillerde dağıtılır.

Bu menkul kıymetlerin faiz ve anaparaları, dayanan ipotek kredileri grubundan bağımsız olarak belirlenir. Genellikle ipotek havuzunda yer alan kredilerden sağlanan anapara ve faiz ödemeleri ayrılarak farklı seriler yaratılmaktadır.

Temelde iki çeşit getirisi ayrılan ipoteye dayalı menkul kıymetten bahsedilebilir:

- Getirileri Kısmen Ayrılan Menkul Kıymetler
- Yalnız Faiz/Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler

Getirileri Kısmen Ayrılan Menkul Kıymetler (Partially Stripped Mortgage Backed Securities-PSMBs)

Getirisi ayrılan menkul kıymetlerin ilk uygulaması olarak kabul edilen bu kıymetler, aynı ipotek havuzuna dayalı farklı menkul kıymet gruplarının ihraç edilmesine dayanmaktadır. İhraç aşamasında bu grupların anapara ödemeleri eşit, ancak faiz ödemeleri farklı şekilde belirlenmektedir. Örneğin, %6 faiz ödemeli bir ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilen iki farklı tahvil grubuna, anapara ödemeleri eşit, ancak bir grubun kupon faizi %4, diğerinin ise %8 olacak şekilde ihraç yapılabilmektedir. Daha düşük kupon faizi olan tahviller iskontolu, ikinci grup tahviller ise primli satılmaktadır. Böylece vadeye kadar olan getiri hemen hemen aynı olmakta, ancak tahvilin vadeye kadar olan dönemdeki faiz hareketlerine ve erken ödemelere olan duyarlılığı değişmektedir.

Yalnız Faiz/Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler (Interest Only/Principal Only Stripped Mortgage Backed Securities-IOs/POs)

Bu menkul kıymetler, getirisi ayrılan menkul kıymetler içinde en çok tercih edilen türdür. Aynı ipotek havuzuna dayalı bir tahvil grubunda sadece faiz ödemeleri (IO), diğer tahvil grubunda ise sa-

dece anapara ödemeleri (PO) tahsil edilmektedir. Vade boyunca piyasadaki faiz oranlarının düşmesi ya da yükselmesi her iki grubu farklı yönde etkilemektedir. Faiz oranlarının düştüğü bir ortamda ipotek kredilerinin erken ödemeleri artacağından vadeler kısaltmakta, anapara ödemelerinin reel getirisi artmaktadır. Faizler arttığında ise erken ödeme riski azalmakta, ipotek bakiyesi ve dolayısıyla bunun üzerinden kazanılan faiz artmaktadır.

4. İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage Backed Bonds-MBBs)

İpoteğe dayalı tahviller (MBB) klasik anlamdaki bir tahvilin her türlü özelliğine sahiptir. Klasik tahvillerdeki gibi ihraç eden kurumun borç yükümlülüğü göstermektedir. Tek farkları, bu tahvillerin ipotek kredilerinden oluşan bir havuzla teminat altına alınmasıdır. Öte yandan ipoteye dayalı tahviller, ipotekli tahvillerde olduğu gibi ipotek bankaları veya ticari bankalar tarafından değil, Fannie Mae gibi özel amaçlı kuruluşlarca ihraç edilir.

İpoteğe dayalı tahvillerin nakit akımlarıyla ipotek havuzunun nakit akımları birbirinden bağımsızdır. Bu tahvilleri ihraç eden kurumun anapara ve faiz ödemelerini yapamaması durumunda, ipotek havuzu devreye girer. Bu durumda ipotek kredileri satılarak tahvil sahiplerine karşı yükümlülük yerine getirilmektedir.

IV. DÜNYADA MORTGAGE UYGULAMALARI

Dünyada uzun süredir uygulanan mortgage sistemi, ülkeden ülkeye farklılık gösterse de genel olarak yukarıda bahsedilen ipotekli tahviller ve ipoteye dayalı menkul kıymetler uygulama alanı bulmuştur. Bu bölümde, sistemin gelişmesine öncülük eden ABD ve bazı Avrupa ülkeleri ile, gelişmekte olan ülkelerin ipotekli konut finansmanı sistemi incelenmektedir.

A. ABD MORTGAGE SİSTEMİ

Dünyada menkul kıymetleştirme ihraçlarının yaklaşık %80'i ABD piyasalarında gerçekleşmektedir.

2006 yılında ABD’de 3,2 trilyon \$ tutarında menkul kıymet ihraç edilmiştir.

ABD’de, Avrupa’daki ipotekli tahvillere benzer bir tahvil çeşidine rastlansa da, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ülke konut finansman sisteminin temelini oluşturur. ABD’de 2006 yılı içinde 2 trilyon \$ seviyesinde ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleşmiştir. Bu rakam 2003 yılındaki 3 trilyon \$’lık rekor seviyeye ulaşmasa da, 2005 yılına göre %2’lik bir artışı ifade etmektedir. 2002 yılından itibaren ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç hacmi aşağıdaki tabloda verilmiştir.

İpotek piyasasının gelişmesini sağlamak amacıyla federal hükümetler tarafından uygulamaya konan destekleme programlarına bakıldığında üç temel kurumun ortaya çıktığı görülmektedir: Federal National Mortgage Association (Fannie Mae-FNMA), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae-GNMA) ve Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac-FHLMC).

Tarihsel süreçte de belirtildiği gibi, ABD’de mortgage uygulaması bir ipotek kuruluşu olan Fannie Mae ile başlamıştır. Kuruluşun amacı, konut kredilerinin sürekliliğini sağlamaktır. Fannie Mae, ipotekli kredileri satın alarak finansal kurumlara fon sağlamakta, aldığı ipotekli kredileri de menkul kıymetleştirip satarak piyasadan fon toplamaktadır. Başta kamu kuruluşu olarak kurulan Fannie Mae, zamanla özelleştirilerek halka açık bir şirket haline gelmiştir.

2. Dünya Savaşı sonrasındaki neslin (baby boomers) artan konut ihtiyacını finanse etmek için devlet, ikinci bir kamu kuruluşu olan Government National Mortgage Association’ı (Ginnie Mae) kurmuştur. 1968 yılında kurulan Ginnie Mae de Fannie Mae gibi, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmeye başlamıştır. Menkul kıymetlerin bir kamu kuruluşu tarafından ihraç edilmesi, bu menkul

kıymetleri güvenilir bir yatırım aracı haline getirmiştir. Nitekim bu menkul kıymetlerin getirisi devlet tahvillerinin getirisine çok yakındır.

1970 yılında ise Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) kurulmuştur. Özel bir kuruluş olan Freddie Mac devlet garantörlüğü altındadır. Kredi veren firmalar, kredileri Freddie Mac’e satarak temin ettikleri kaynakları yeni kredilerin verilmesinde kullanırlar.

Devlet desteğiyle başarıyla uygulanan menkul kıymetleştirme işlemleri 1970’li yılların sonlarında özel sektör kuruluşları tarafından da yapılmaya başlanmıştır. Ayrıca, 1980’li yıllarda ipotekli kredilerin yanı sıra taşıt ve tüketici kredilerinden doğan alacaklar da menkul kıymetleştirilmeye başlanmıştır.

Uygulanmaya başladığı dönemden itibaren mortgage, ABD finans piyasasında önemli bir yere sahip olmuştur.

B. AVRUPA’DA MORTGAGE UYGULAMALARI

İngiltere dışındaki Avrupa ülkelerinde yaygın olarak ipotek tahvilleri kullanılmaktadır. Ancak, bazı Avrupa ülkelerinde ipoteğe dayalı menkul kıymet ve ipotekli tahvil bir arada kullanılmaktadır.

Avrupa Birliği çapında, her ülkenin farklı kanunları ve mevzuatı nedeniyle tek bir mortgage sisteminde bahsetmek mümkün değildir. Ancak, bazı düzenlemelerde ipotekli tahvillerle ilgili özel hükümler yer almaktadır.

Son yıllarda Avrupa Birliği’nde bütünleşmiş bir sermaye piyasası oluşturmak yönünde çalışmalar yürütülmektedir. Bu çerçevede, Avrupa Birliği Komisyonu, Avrupa’da bulunan farklı mortgage sistem ve mevzuatların yakınlaştırılmasını amaçlamaktadır.

Genel olarak, bir ülkede mortgage hizmeti veren kuruluşun diğer Avrupa ülkelerinde de aynı şartlarda hiz-

ABD’de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracı

(milyar \$)	2002	2003	2004	2005	2006	2007/05
İpotek Finansmanı Kuruluşları	1.985	2.725	1.375	1.321	1.229	562
İFK Dışındaki Kredi Kuruluşları	234	345	404	645	773	377
Toplam	2.219	3.070	1.779	1.966	2.002	939

Kaynak: SIFMA

met verebilmesi ve bütün kredi kuruluşlarının ortak düzenlemelere tabi olması hedeflenmektedir.

Komisyon, iç pazarda karşılaşılan engellerin tespiti, bu engellerin sisteme etkilerinin değerlendirilmesi ve engellerin aşılmasına yönelik Komisyona tavsiyelerde bulunulması için bir forum grubu oluşturmuştur. Bu çalışmalar ışığında Komisyon, Avrupa Birliği çapında bütünleşmiş bir mortgage piyasası oluşturma yönündeki çalışmalarını Temmuz 2005'te "Avrupa Birliği'nde Mortgage" ismiyle kamuoyunun görüşüne sunmuştur. 2007 yılı içerisinde ise erken ödeme, gayrimenkul değerlemesi, icra usulleri gibi ipotek kredileri ile ilgili daha teknik konuları içeren çalışmanın yayınlanması beklenmektedir.

1. Almanya'da Mortgage Uygulamaları

Almanya'da mortgage sistemi uzun yıllardır etkin bir şekilde devam etmektedir. Avrupa Mortgage Federasyonunun (European Mortgage Federation) yapmış olduğu araştırmaya göre, Almanya'da 2005 yılı itibariyle 1,2 trilyon €'luk konut kredileri GSMH'nin neredeyse yarısına ulaşmaktadır.

İpotekli tahviller (Hypothekenpfandbrief ya da daha çok bilinen adıyla Pfandbrief) Almanya'da ilk defa 1899 yılında Alman İpotek Yasası ile düzenlenmiştir. Bu yasa, çok yakın zamana kadar yürürlükte kalmış, 2005 yılında ipotek tahvillerini düzenleyen yeni yasa ile yürürlükten kalkmıştır.

İpotekli tahvil sistemi Almanya'da oldukça güvenilir bir yatırım aracı olup tahvillerin geri ödenmesinde herhangi bir problem yaşanmamaktadır. Uygulamadaki bu başarıdan dolayı Fransa, İspanya ve Lüksemburg gibi ülkeler Alman kanunlarından yararlanmışlardır.

Önceki bölümlerde bahsedildiği gibi, Almanya'daki ipotek bankalarının bir tek havuzu bulunmaktadır. Banka yeni krediler verdiği zaman fon sağlamak için yeni tahviller ihraç etmektedir. İhraç edilen tahviller ipotek bankasının bilançosunda kalmaktadır.

Almanya'da pek çok ülkenin aksine ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yasal düzenlemeler getirilmiştir. Menkul kıymetleştirme pek revaçta olmasa da

büyük Alman şirketleri uluslararası piyasalarda menkul kıymetleştirme yapmaktadır. Son yıllarda yapılan sentetik menkul kıymetleştirmede, alacaklar özel amaçlı kuruluşlara devredilmeyip, banka bilançosunda kalmaktadır. Ancak alacaklara ilişkin riskler, sözleşme ile özel amaçlı kuruluşlara devredilmektedir.

2. İngiltere'de Mortgage Uygulamaları

İngiltere'de, ipoteğe dayalı menkul kıymetler gelişmiş olmasına rağmen, ipotekli tahvil ihracına pek rastlanılmamaktadır.

İngiltere'de ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme ABD'deki boyutlara ulaşmasa da, diğer Avrupa ülkelerine göre gelişmiştir. İlk ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı 1980 yılında yapılmış, 1990'lı yıllarda ABD'deki gibi ipoteğe dayanmayan diğer kredilerden (özel tüketim, taşıt vb.) doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi de başlamıştır.

Konut piyasası oldukça gelişmiş olan İngiltere'de, Avrupa Mortgage Federasyonu'nun (AMF) yapmış olduğu araştırmaya göre, konut kredileri 2005 yılı itibariyle 1,5 trilyon €'ya ulaşmıştır. Bu rakam milli gelirin %87'sine denk düşmektedir. Ancak, ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasasında dünyada ABD'den sonra ikinci sırada gelen ülkede, 2006 yılında 241 milyar \$ tutarında menkul kıymet ihraç edilmiştir.

ABD'de olduğu gibi, sistem için özel kanuni düzenlemeler olmayıp ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı genel hükümlerle yapılmaktadır.

3. Fransa'da Mortgage Uygulamaları

Fransa, hem ipotekli tahvil, hem de ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracını gerçekleştiren ender Avrupa ülkelerinden biridir.

Fransa'da ipotekli tahvil ihracı çok eskiye dayanmaktadır. Tarihçe bölümünde değinildiği üzere ilk ipotekli tahvil 1852 yılında Avrupa'nın ilk kamu destekli ipotek bankası olan Sociétés de Crédit Foncier (SCF) tarafından ihraç edilmiştir

Fransa'da ipotek bankalarının varlıkları, kanuna göre sadece ipotek teminatı taşıyan alacaklar ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden oluşur.

1988 yılında, ipotekli kredi alacaklarının özel amaçlı kurumlara (Fonds Communs de Créances/FCC) devrini mümkün kılan yasal bir düzenleme yapılmıştır. Bu kuruluşlar da ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç edebilmektedir.

C. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE MORTGAGE UYGULAMALARI

Gelişmekte olan ülkelerde, genelde ekonomideki istikrarsızlık ve kişi başı gelir düzeyinin düşüklüğü nedeniyle, hızlı nüfus artışına paralel olarak artan konut talebi tam karşılanamamaktadır. Fonların genellikle kamu tarafından kullanılması; uzun vadeli kredi oluşumunu, ayrıca ipotek bankacılığının, ipotek piyasasının ve menkul kıymetleştirme işlemlerinin gelişmesini sınırlandırmaktadır.

Bu ülkelerde mortgage sistemi, genellikle gelişmiş ülkeler kadar eskiye dayanmayıp daha yakın zamanda uygulamaya konulmuştur. Aşağıdaki bölümde, yüksek enflasyona ve gelişmiş ülkelerdeki kadar güçlü mali piyasaların eksikliğine rağmen, konut finansmanı sistemini deneyen ve belli ölçüde başarıya ulaşan ülke örneklerine yer verilmiştir.

1. Kolombiya'da Mortgage Uygulamaları

Kolombiya'da 1970'li yıllarda temelleri atılan ipotek bankaları, konut finansmanı sisteminin gelişmesinde etkili olmuştur. 1980'li yıllarda ipotek kredilerinin toplam kredilere oranı %30'lara varmış, 1998 ve 1999'da yaşanan ekonomik krizle bu oran düşmeye başlamıştır. 2001'de ekonomide başlayan iyileşme, konut finansmanı sistemine de yansımış, ancak ülke henüz eski oranlara ulaşamamıştır. Ayrıca, sistemde vergi yükünün fazlalığı mortgage piyasasının gelişmemesindeki en önemli etken olarak gösterilmektedir.

Son yıllarda, gelişmekte olan ülkelerde görülen ipoteye dayalı menkul kıymet ihracını, Kolombiya kendi ülkesine adapte etmekte çok gecikmemiş ve 2001 yılında ilk ihracı gerçekleştirmiştir. Menkul kıymetleştirme ilk defa, çoğunlukla ipotek bankaları ve büyük şirketlerin ortak olduğu

Titularizadora Colombiana (TC) şirketi tarafından yapılmıştır. Dünya Bankasının bir kuruluşu olan International Finance Corporation, şirketin önemli ortaklarından. Uzun vadeli fon yaratmak, nakit akım risklerini yönetmek, birincil piyasayı genişletmek, kurumun başlıca amaçları arasındadır. TC'nin denetimi Kolombiya Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılmaktadır. Sistemde herhangi bir şekilde devlet garantörlüğü bulunmamaktadır.

2. Meksika'da Mortgage Uygulamaları

Meksika'da, son yıllarda makroekonomik istikrarla beraber konut finansmanı sisteminde ciddi bir iyileşme görülmektedir. 2001 yılında konut piyasasına yeni reformlar getirilmiş, ikincil mortgage piyasasını geliştirmek için Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) kurulmuştur. Mortgage piyasasındaki krediler bu kurumun garantörlüğü altındadır.

2003 yılında ilk defa ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç edilmiş olup sistem henüz çok yenidir. 2006 itibarıyla menkul kıymet ihracı 1,7 milyar \$'a ulaşmıştır. Menkul kıymetleştirme için özel düzenleme görülmemektedir.

3. Arjantin'de Mortgage Uygulamaları

Arjantin, ipoteye dayalı menkul kıymet ihracında Latin Amerika ülkelerinde öncü olmuştur. 1900'lü yıllarda kurulan ve ilk başta devletin mülkiyetinde olan Banco Hipotecario (BH), Arjantin konut finansmanının başlıca kuruluşudur.

Banco Hipotecario 1996 yılında ipotek kredilerini ulusal ve uluslararası piyasalarda ihraç ederek ipotekli konut finansman sistemine başlamıştır. Bir kamu kuruluşu olan banka, 1999 yılından sonra özelleştirilmiş, ihraç edilen menkul kıymetler devlet garantörlüğü altına alınmamıştır.

2000 yılından itibaren yapılan yasal düzenlemelerle başka bankalar da ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmeye başlamıştır. İhraç edilen kıymetler arasında yoğun olan teminatlı ipotek yükümlülükleri (CMOs), yurtdışı yatırımcıların da ilgisini çekmektedir.

2001 yılında ekonomide yaşanan kriz mortgage piyasasına da yansımıştır. Faizlerdeki artış ile be-

raher mortgage kredileri olumsuz etkilenmiş ve güvenilirlikleri azalmıştır. 2004 ve 2005 yılında krizin olumsuz etkileri yavaşlamış, 2005-2006 yılları arasında toplam 13,3 milyon \$ ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleşmiştir.

V. TÜRKİYE'DE MORTGAGE UYGULAMALARI

A. TÜRKİYE'DE MEVCUT KONUT FİNANSMANI

Türkiye'de niteliksiz konut üretimi, kaçak yapılaşma ve artan konut ihtiyacı, gayrimenkul sektöründe yaşanan sorunların başında gelmektedir. Konut finansmanına ilişkin yeni kanun gerekçelerine göre, toplam konut stokunun yarısından fazlası ruhsatsız, yarısı 20 yaş üstüdür. Nüfusun demografik yapısı ve hızlı kentleşme nedeniyle her yıl 300.000 civarı yeni konut ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Öte yandan, tüketiciler konut finansmanını genelde kendi kaynaklarından sağlamaya çalışmaktadır. Konut kredilerinin konut alımında kullanılma oranı yaklaşık %3'tür. Türkiye'de konut kredilerinin GSMH'ya oranı grafikte görüleceği gibi %4 civarında iken, diğer ülkelerin çok altındadır. Hollanda'da konut kredileri milli gelir seviyesine yakinken, İngiltere, Almanya ve ABD gibi gelişmiş ülkelerde bu oran hayli yüksektir.

B. MORTGAGE KANUNU

Son yıllarda ekonomide yaşanan olumlu gelişmelerle birlikte SPK, mortgage taslağının çalışmalarını başlatmıştır.

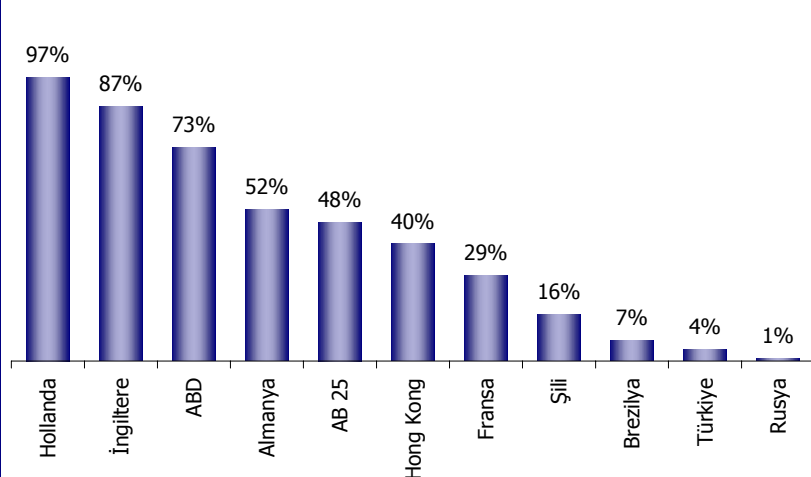
6 Mart 2007 tarihinde yürürlüğe giren "5582 sayılı Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun"la (Mortgage Kanunu) konut finansmanı sistemi için yeni yasal düzenlemeler yapılmıştır. Mortgage Kanunu ile sadece Sermaye Piyasası Kanununda değil, İcra ve İflas Kanunu ve Vergi Kanunu gibi çeşitli kanunlarda değişiklik yapılmıştır.

Kanunla, piyasaya daha uygun koşullarda konut kredisi sunulması, konut finansmanının sermaye piyasasından sağlanması ve yeni araçlarla sermaye piyasasının çeşitlendirilmesi amaçlanmıştır.

Yeni kanunda konut finansmanı; "konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullanılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullanılması" olarak tanımlanmıştır.

5582 sayılı kanun ile, ipotekli sermaye piyasası araçlarının konut finansmanında kullanılması öngörülmüştür. Bu araçlar yukarıda bahsedilen mortgage türlerine benzemekte olup bazı farklılıklar göstermektedir.

Konut Kredileri Büyüklüğü/GSMH (2005)



Kaynak: Avrupa Mortgage Federasyonu (EMF)

Yeni kanunda belirtilen **İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (İTMK)** özünde Avrupa'da uygulanan ipotekli tahvillerden farklı olmayan borçlanma senetleridir. İhraççılar konut kredilerinden doğacak alacakları teminat havuzunda toplayıp bu havuzdaki varlıkları teminat göstererek tahvil ihraç ederler. Tüketiciler konut kredilerini geri ödeyemeseler dahi, ihraççı menkul kıymet geri ödemelerini yapmakla yükümlüdür.

İhraççının genel yükümlülüğüne ek ola-

rak, konut kredilerinden kaynaklanan alacaklar yatırımcılar için öncelikli teminatı oluşturur. İpotekli konut kredilerinin yanı sıra ipotekli ticari krediler ile Türkiye ve OECD üyesi ülkelerin devlet tahvilleri gibi diğer bazı varlıklar, teminat varlıklarının % 15'ini aşmamak koşuluyla teminat havuzunda yer alabilir. Ayrıca, faiz, kur, kredi ve benzeri risklerden korunma amacıyla yapılan türev sözleşmeler de teminat havuzuna dahil olabilir.

Kanunda belirtilen diğer bir araç olan **Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler (VTMK)**, yine ihracının genel yükümlülüğünde olan, alacak ve duran varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma senetleridir. Bu kıymetlerin İTMK'lardan farkı, teminatı oluşturan alacakların ipotek kredilerinden oluşma şartının olmamasıdır.

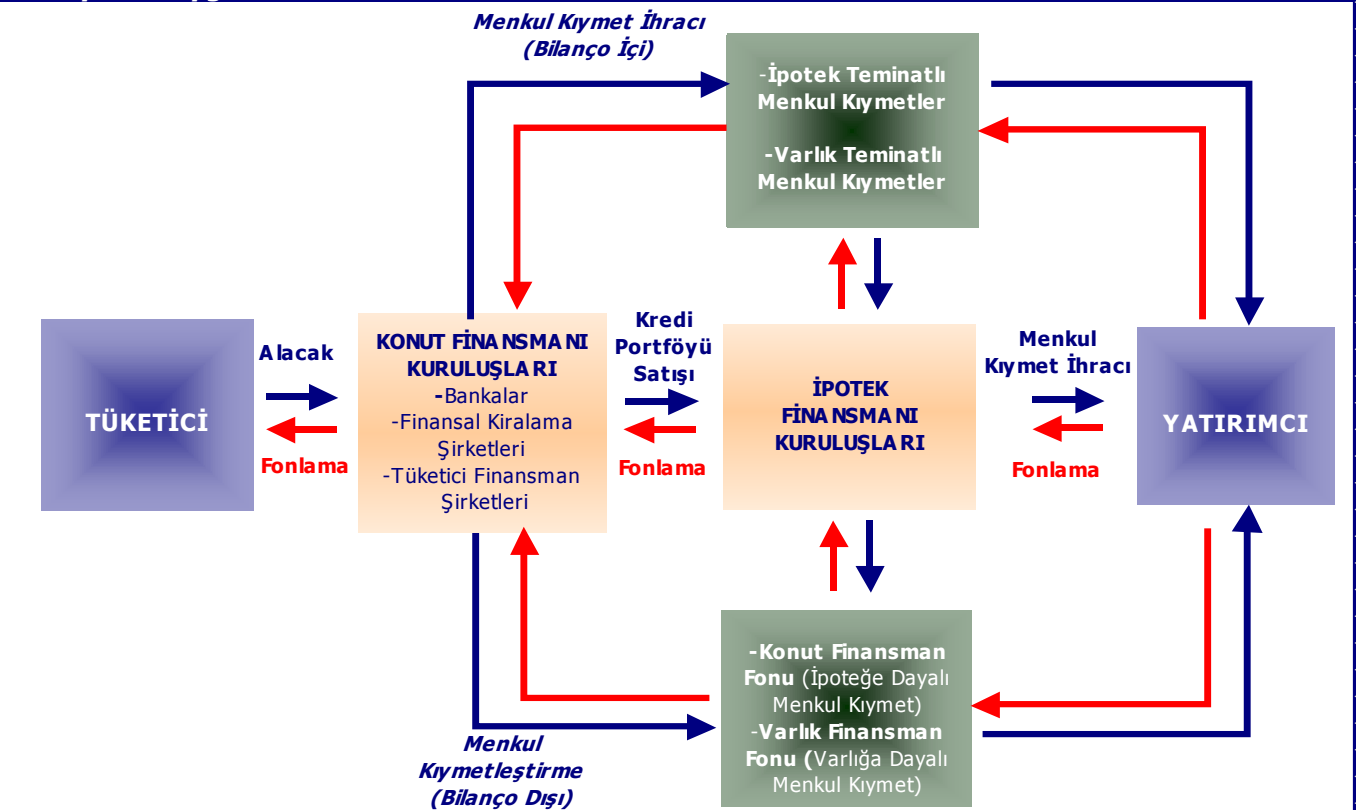
Mortgage kanunu ile, **İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere (İDMK)** yatırım yapmak için **Konut Finansman Fonu (KFF)**, **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere (VDMK)** yatırım yapmak için ise

Varlık Finansman Fonu (VFF) olmak üzere iki tür yeni yatırım fonu kurulması öngörülmüştür.

Bu fonlar, yurtdışında "special purpose vehicle" olarak adlandırılan ve önceki bölümlerde anlatılan özel amaçlı kuruluşlara karşılık gelmektedir. Kredilerden kaynaklanan alacakların bu fonlara devriyle, alacaklar kurucuların bilançosundan çıkıp, fonun aktifine geçmektedir. Bu yapıyla yasa da belirtilen ipoteğe dayalı menkul kıymet, bir çeşit ödeme aktarmalı menkul kıymet (mortgage pass through security) olarak düşünülmüştür. Fonun ihraç ettiği payları satın alan yatırımcılar, kredilerin nakit akımlarına ortak olmaktadır.

Yeni kanuna göre **Konut Finansmanı Kuruluşları** kapsamında; bankalar, BDDK tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve tüketici finansman şirketleri yer almıştır. Bu kuruluşlar ipotek kredilerini bir havuzda toplayıp bilançoları içinde kalacak şekilde ipotek teminatlı menkul kıymet ih-

Türkiye'de Uygulanacak Yeni Konut Finansman Sistemi



Kaynak: SPK

raç edebileceklerdir. Ayrıca, bu kuruluşlar SPK o-nayıyla konut finansman fonu kurarak ipotekle dayalı menkul kıymet ihracı yapabileceklerdir.

Kanunda öngörülen bir diğer yenilik ise anonim şirket olarak kurulacak **İpotek Finansmanı Kuruluşları (İFK)**'dir. Kredi kuruluşları, kredi alacaklarını bu kuruluşlara devredebileceklerdir. Bu kuruluşlar Avrupa'daki ipotek bankalarına denk düşmektedir. İFK'ların kurulmasıyla sisteme yeni kaynak yaratma imkânı sunulacaktır. Ayrıca bu kurumlar kredi kuruluşlarının riskini azaltacaktır. Kanunda sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanan İFK'ların faaliyetleri, BDDK ve SPK tarafından düzenlenecek ve denetlenecektir.

Doğrudan tüketicilere kredi vermeyen İFK'lar, kredi kuruluşlarının aktifinde yer alan konut kredilerini teminat almak suretiyle bu kuruluşlara kredi açabileceklerdir. Aynı zamanda İFK'lar, kredi alacaklarını satın alabilecek, ellerinde bulunan bu alacaklara dayanarak bilanço içi veya bilanço dışı menkul kıymet ihracı gerçekleştirebileceklerdir.

Mortgage Kanunuyla öngörülen ipotekle dayalı menkul kıymet ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin temel işleyiş tablosunda özetlenmektedir.

Oluşturulacak olan ipotek finansmanı kuruluşları, konut finansmanı kuruluşları ve konut finansmanı fonları tarafından ihraç edilecek menkul kıymetler, yatırımcılar için alternatif yatırım araçları olacaktır. Sistemle, yüksek meblağlardaki konut yatırımlarının aktif hale gelip piyasaya kaynak sağlaması beklenmektedir. Ayrıca, uzun vadeli bir aracın sermaye piyasasına kazandırılması açısından da önemli rol oynayacağı düşünülmektedir.

Sistemin gelişmiş ülkelerde olduğu gibi etkin bir biçimde ülkemizde de uygulanabilmesi için temel şart ekonomik istikrardır. Ayrıca, sistemin sağlıklı işlemesi için çok farklı alanlarda uyumlu çalışmalar yapılması gerekmektedir. Örneğin, tapu kayıtlarının güvenilir ve kolay ulaşılır olması, değerlemenin doğru yapılması, menkul kıymetleştirmeyi sağlayacak kurum ve araçların bulunması sistemin daha kolay hayata geçmesini sağlayacaktır.

VI. GENEL DEĞERLENDİRME

Türkiye'de mevcut konut finansmanı yöntemleri tasarruf sahipleri ile konut alıcılarını eşleştirmekte yetersiz kalmaktadır. Çok yakın bir tarihte yürürlüğe giren mortgage sistemiyle, konut finansmanı

	İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler	İpotekle Dayalı Menkul Kıymetler
Düzenleme	Özel bir kanuni düzenleme vardır.	Temel kanuni hükümler çerçevesinde gerçekleşir.
İhraççı	Krediyi veren banka ya da diğer kredi kuruluşlarıdır.	Teminat havuzunda yer alan varlıklar özel amaçlı kuruluşlara (ÖAK) satılır, ihraç bu kuruluşlardan yapılır.
Bilanço Durumu	İhraç edilen menkul kıymetler finansal kuruluşların bilançosunda yer alır.	Varlıklar finansal kuruluşların bilançosundan çıkıp özel amaçlı kuruluşların bilançosunda yer alır.
Yatırımcıya Yapılacak Ödemelerin Kaynağı	İhraççının genel nakit akışı ile geri ödemeler gerçekleşir.	İhraç edilen menkul kıymetlere dayanak olan varlıkların nakit akışı ile geri ödemeler gerçekleşir.
Kredi Riski	İhraççıda.	Yatırımcıda.
Erken Ödeme Riski	İhraççıda.	Yatırımcıda.
İflas Riski	İflas durumunda, teminat gösterilen portföyün nakit akışı bono ödemelerini karşılar. Menkul kıymet sahiplerinin öncelikli hakkı olsa da, kredi veren kuruluşların iflasından etkilenirler.	Menkul kıymet sahipleri ÖAK varlıkları üzerinde tek hak sahibi olup, kredi veren kuruluşun iflasından etkilenmezler. Diğer alacaklılar ÖAK'ya devredilmiş varlıklar üzerinde hak iddia edemezler.
Kredi Kalitesi	İhraççı kuruluşun mali gücü ve yasal altyapı önemlidir.	Teminat havuzundaki varlıkların kalitesine ve oluşturulan yapının kalitesine bağlıdır.

Kaynak: SPK

sistemindeki yetersizlikler giderilmeye çalışılmıştır.

Sistemin uygulamaya girmesi hem finansal piyasaların derinleşmesine, hem de konut sektörünün güçlenmesine katkıda bulunacaktır. Ancak, sistemin sağlıklı işleyebilmesi için temel ön koşul istikrarlı bir ekonomi ve düşük faiz oranlarıdır.

Yeni sistemle, gayrimenkul sahibi olmak isteyen kişilere daha iyi şartlarda kredi, yatırımcılara ise yeni yatırım araçları sunulması hedeflenmektedir. Konut finansmanında sermaye piyasasının devreye girmesiyle konut arzının ve nitelikli konut üretiminin artırılması amaçlanmaktadır.

Yurtdışındaki mortgage sistemlerine bakıldığında, ülkeden ülkeye farklılıklar göze çarpmaktadır. Ancak, temelde uygulama iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Avrupa'da yaygın olarak kullanılan konut finansman sistemlerinde, gayrimenkul kredisi veren kurumlar (ipotek bankaları veya ticari bankalar) kredi alacaklarını teminat göstererek ipotekli tahvil ihraç ederler. Kredi alacakları ve ihraç edilen menkul kıymetler, finansal kuruluşların bilançosunda kalmaktadır. Sistemin işleyişi genelde sıkı yasal düzenlemelere tabidir. İpotekli tahvil ihracı Avrupa'da en fazla Danimarka'da gerçekleşmektedir.

Mortgage sisteminde kullanılan bir diğer araç ise, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir. Temel olarak uygulama, kredi kuruluşlarının ipotek kredilerini kendi bilançolarından çıkararak özel amaçlı kuruluşlara devretmesine ve bu kuruluşların ipotek kredilerine dayanarak menkul kıymet ihraç etmesine dayanır. Menkul kıymetleştirme için özel bir yasal düzenleme olmayıp, sistem temel kanuni hükümler çerçevesinde gerçekleşmektedir. Uygulamanın öncülüğünü yapan ABD, menkul kıymetleştirme işlemlerinde dünyada ilk sırayı almaktadır.

Ülkemizde, 6 Mart 2007 tarihinde yürürlüğe giren mortgage kanunuyla, her iki uygulama da konut finansmanı sistemine entegre edilmiştir. Yeni kanunla, konut finansmanı kuruluşları kredi alacaklarını teminat göstererek ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edebileceklerdir. Kuruluşlar, ihraç ettikleri bu kıymetleri bilançolarında bırakarak kredi

riskini üstleneceklerdir.

Konut finansmanı kuruluşları, aynı zamanda kredi alacaklarını konut finansmanı fonlarına devredebilecektir. Konut finansmanı fonunun satın aldığı ipoteğe dayalı menkul kıymetler, kredi veren kuruluşun bilançosundan çıkıp fonun bilançosuna geçecektir. Böylece risk ve getiri yatırımcıya doğrudan aktarılacaktır.

Yeni kanunla, konut finansmanı kuruluşlarının yanı sıra, ipotek finansmanı kuruluşlarının (İFK) da kurulması öngörülmüştür. Doğrudan tüketiciye kredi vermeyen İFK'lar, kredi kuruluşlarının aktifinde yer alan konut kredilerini teminat almak suretiyle bu kuruluşlara kredi açabilecekleri gibi, kredi alacaklarını satın alıp menkul kıymetleştirme işlemleri de yapabileceklerdir.

Yurtdışında birçok ülkede başarıyla uygulanan mortgage sisteminin ülkemizde de sağlıklı bir biçimde uygulanmasının sermaye piyasamızın gelişmesine katkıda bulunacağı inancındayız.

Veri İletim Yöntemleri ve Güvenliği



Ayşen Evlense Ölmez
Bilgişlem ve Teknoloji

Bilginin iletilmesi, paylaşılması, erişilebilmesi her zaman vazgeçilmez bir gereksinim olmuştur. Teknolojinin gelişmesi, bilginin elektronik ortamda da paylaşılabilir ve transfer edilebilir olmasını kolaylaştırmış, fakat güvenlik sorununu da beraberinde getirmiştir. Verinin kolay ulaşılabilir olması gizlilik kavramını ön plana çıkarmış ve geliştirilen metotların birbirlerine güvenlik yönüyle üstünlük sağlamaları önemli hale gelmiştir. Bu çalışmada öncelikle veri iletim yöntemlerini incelemekteyiz. Ardından etkin iletimde gerekli olan veri güvenliği için şifreleme konusunu ele almaktayız.

I. VERİ İLETİMİ

Veri iletim yöntemlerini **fiziksel veri iletimi** ve **elektronik ortamda veri iletimi** olarak ikiye ayırabiliriz.

A. FİZİKSEL VERİ İLETİMİ

Fiziksel veri iletimi, insan gücü kullanımının etkin olduğu yöntemdir. Teknolojiyi de kullanmakla beraber, veri fiziksel yollarla taşınır.

1. Belge çıktısının elle, posta ile fiziksel olarak iletilmesi
2. Faks olarak iletilmesi
3. Veri saklama cihazları (CD, disket, flash disk, hard disk) kullanılarak iletilmesi

Fiziksel veri taşıma, verinin kağıda aktarılması, ya da fiziksel olarak veri yüklenebilen tüm cihazlar yoluyla yapılabilir. Fiziksel olarak veri aktarımı, kuruma ve veriye bağlı olarak kullanılmakta, ancak güvenlik açısından riskler taşımaktadır. Verinin bozulması, kaybolması, geç ulaşması ya da ulaşmaması gibi riskleri olmakla birlikte, gönderilen kurumda saklanması da sıkıntılar yaratmaktadır.

B. ELEKTRONİK ORTAMDA VERİ İLETİMİ

İlerleyen teknoloji ile yaygınlaşan elektronik dosya transferi yöntemleri, veri güvenliği dikkate alındığı sürece daha etkilidir. Verinin kolay ulaşılması, paylaşılması ve kısa zamanda transfer edilebilmesi başlıca avantajlarıdır. İletilen veride oluşan hatanın anlık düzeltme ile tekrar transfer edilebilmesi de zaman ve harcanan efor açısından çok yarar sağlamaktadır.

Elektronik ortamda veri iletim yöntemleri şu şekilde sıralanabilir:

- FTP (File Transfer Protocol-Dosya Transfer Protokolü)
- SSH kullanarak FTP (Secure Shell FTP)
- SFTP (Secure FTP-Güvenli Dosya Transfer)

Protokolü)

- FSP (File Send Protocol-Dosya Gönderme Protokolü)
- SCP (Secure CoPy-Güvenli Kopya)
- E-posta
- HTTP (HyperText Transfer Protocol-Hareketli Metin Transfer Protokolü)
- HTTPS (HyperText Transfer Protocol Secure-Güvenli Hareketli Metin Transfer Protokolü)
- VPN (Virtual Private Network-Sanal Özel Ağ)

1. FTP (File Transfer Protocol-Dosya Transfer Protokolü)

FTP, internete bağlı bir bilgisayardan diğerine (her iki yönde de) dosya aktarımı yapmak için geliştirilen bir internet protokolüdür. Ayrıca, bu işi yapan uygulama programlarına verilen genel addir. İlk geliştirilen internet protokollerinden biridir. FTP protokolü ile bir bilgisayardan bir başka bilgisayara dosya aktarımı yapılırken, eşzamanlı etkileşimli bağlantı kurulur ve bir dizi komut yardımıyla iki bilgisayar arasında dosya alma/gönderme işlemleri yapılır.

FTP kullanılmak istendiğinde, önce kullanıcı adı ve şifre sorulur. Doğrulama işlemi tamamlandığında dosya transferi yapılabilir. FTP verimli bir transfer yöntemi olmasına karşın önemli güvenlik açıkları mevcuttur. Kullanıcı adı, şifre ve dosya korumasız olarak gönderilir. Bunlara ek olarak veriyi alan bilgisayarın güvenliğini sağlamaya yönelik bir çözümü yoktur.

Klasik anlamda FTP kullanırken, klavye ile bir takım komutlar kullanılır. Ancak son yıllarda geliştirilen bazı programlar, kullanıcının bu komutları vermesine gerek kalmadan grafik bir arabirim ile daha kolay FTP yapılmasını sağlamışlardır. Böylece **Grafik Arabirimli FTP** ortaya çıkmıştır. Bu programlarda tek bir fare tıklaması ile değişik FTP komutları otomatik olarak arka planda çalışır. Bu tip programlara bir örnek, PC/Windows altında çalışan WS_FTP'dir.

WS_FTP ile FTP komutlarını bilmek zorunda kalmadan veri transferi yapılabilir. Kurulumu yapılan program ile veri transfer edilecek kaynak ve hedef klasörler seçilir, bir butona tıklanarak transfer başlatılır.

Avantaj:

- Çok yaygın ve FTP programları kullanıldığında basit bir yöntemdir.
- Verimli bir transfer yöntemidir.

Dezavantaj:

- Kullanıcı adı ve şifresi korumasızdır.
- İletilen veri korumasızdır.

2. SSH (Secure Shell) Kullanarak FTP

SSH FTP, veri iletimi için tünel olarak adlandırılan korumalı kanal kullanan bir protokoldür. Tünel sistemi, transfer için kullanılacak bir protokolün ağ trafiğini, başka bir protokol bağlantısı üzerinden yapılandırma anlamına gelmektedir. Port yönlendirme olarak da bilinen bu yapılandırma bir çok nedenden dolayı kullanılmaktadır, ama en büyük nedeni ağ iletişimde güvenliği arttırmasıdır.

SSH, makinalar arasında korumalı ağ bağlantısını destekleyen bir protokoldür. SSH ile bağlantı sağlanabileceği gibi FTP, POP3 gibi yöntemlerle de SSH protokolünü kullanarak şifreli bir transfer sağlamak mümkündür. FTP, SSH ile veri transfer ederken iki ayrı bağlantı kullanır. Birincisi, FTP sunucusu ve kullanıcı arasındaki veri transferini kontrol eden komutların gönderildiği **kontrol kanalıdır**. İkincisi, gerçek dosyanın iletiliği **veri kanalıdır**. FTP tünel sistemi kullanılırken, sadece kontrol kanalı şifreli tünelden gönderilir. Doğrulama işlemi kontrol kanalı ile yapılır. Böylelikle kullanıcı adı ile şifre, tünelde korunmuş olur. Ancak, veri kanalı şifrelenmediği için veri bir ölçüde korumasız gönderilmiş olur.

Avantaj:

- Kullanıcı adı ve şifre, iletim kanalında korumalıdır.

Dezavantaj:

- İletilen dosya korumasızdır.
- Dosya korumasını sağlamak için şifreleme yapmak gerekir.
- Dosya transfer edilecek alıcı SSH bağlantısına sahip olmalıdır.
- Tünel sistemi konfigürasyonu özenli yapılmalıdır.

3. SFTP (Secure FTP-Güvenli Dosya Transfer Protokolü)

SFTP, tüm dosya transfer işlemi için SSH kullanan bir uygulamadır. FTP'ye benzer bir arayüz sağlar. Ek olarak dosya transferini kontrol etmek için batch dosya oluşturulmasına izin veren komut satırına sahiptir. Batch dosya, bir dizi komut içeren bir metin dosyasıdır. Örneğin, dosya transferi için kullanıcı adı ve şifre her defasında tekrar girilmek yerine batch dosyadan okutulabilir.

SSH'nın tüm versiyonları SFTP'yi desteklememektedir. Destekleyen bazı ürünler OpenSSH, Secure Explorer ve Putty'dir.

Avantaj:

- Kullanıcı adı ve şifre iletim kanalında korumalıdır.
- İletilen dosya korumalıdır.
- Sunucu kimliğini doğrulamada SSH/SFTP de kullanılan dijital imzalar kullanılabilir.
- Kullanıcıların fonksiyon ekleyebileceği esnekliktir (script eklenebilir bir arayüz).

Dezavantaj:

- SFTP destekleyen bir sunucu gerekir.

4. FSP (File Send Protocol-Dosya Gönderme Protokolü)

FTP'ye alternatif olarak geliştirilen bir protokoldür. FTP'ye göre en büyük üstünlüğü, yarıda kalan bir dosya transferi işlemine, kaldığı yerden devam edebilmesidir. Hat hızları arttıkça bu protokol popülerliğini yitirmiştir.

5. SCP (Secure CoPy-Güvenli Kopya)

SCP, ağ üzerinde dosya kopyalamaya yarayan bir programdır. Veri transferi ve kimlik denetimi için SSH kullanır. Dolayısıyla aynı güvenliği sağlar. Dosya kopyalama işleminden önce sunucu SSH protokolü ile kimlik denetimi yapar. Eğer sunucudaki genel anahtar ile istemciye özel anahtar uyuyorsa bağlantıya izin verilir, kopyalama işlemi yapılır. Başarısızlık halinde kullanıcı şifresi sorulur.

Avantaj:

- Kullanıcı adı ve şifre, iletim kanalında korumalıdır.
- İletilen dosya korumalıdır.
- Sunucu kimliğini doğrulamada SSH/SFTP'de kullanılan dijital imzalar kullanılabilir.
- Basit komut arayüzüne sahiptir.

Dezavantaj:

- SFTP kadar esnek değildir.

6. E-POSTA

Elektronik mesajlaşma, iki taraflı elektronik veri iletişimidir. İnternet ve diğer ağlar üzerinde kullanılmakta olan çok sayıda e-posta sistemi mevcuttur. En yaygını SMTP'dir (Simple Mail Transfer Protocol). SMTP vasıtasıyla e-posta göndermek isteyen istemci bilgisayar, SMTP sunucusuna kimlik bilgileri ile bağlanır ve sunucunun da onaylaması halinde e-postayı sunucuya iletir. E-postanın gerçek alıcısına iletilmesi ise sunucunun sorumluluğundadır. Bu protokol, metin tabanlı basit bir protokol olarak ortaya çıkmış, ancak MIME'in (Multipurpose Internet Mail Extensions) geliştirilmesi ile her tür dosyanın iletiminde kullanılmaya başlanmıştır. MIME olarak adlandırılan standart ile düz metin olmayan dosyalar da (pdf, jpeg, gif vb.) iletiye eklenebilmektedir. Böylece postayı alan kişi, eklentiye otomatik olarak yerel diskinde saklayabilir.

SMTP tek yönlü bir protokol olduğundan mesaj göndermede kullanılabilir ancak gerektiğinde sunucudan mesajların alınabilmesi için temel olarak



IMAP (Interactive Mail Access Protocol) veya POP3 (Post Office Protocol) protokollerinden biri kullanılmalıdır.

SMTP ile sunucuya alınan e-postalara uzaktan erişim için gerekli olan protokollerden ilk ortaya çıkarnı ve en basiti POP3'tür. POP3, sunucu ile olan bağlantının sürdürülemediği durumlar için kullanılmaktadır. Bu durumda kullanıcı sunucuya bağlanıp e-postalarını kişisel bilgisayarına aktarır ve bağlantıyı koparır. Daha sonra sunucuya bağlanmadan da bu e-postaları görüntüleyebilir veya değiştirebilir. POP3'ün eksiklikleri, mesajların yerele alınması zorunluluğu, e-postalar merkezi olarak saklanamadığından hareket halinde olan kullanıcılar için kullanım zorluğu ve eşzamanlı erişimin desteklenmesi olarak sayılabilir.

IMAP, POP3 protokolüne alternatif olarak geliştirilmiştir ve e-postaların sunucuda tutulmasını, gerektiğinde oradan erişilmesini sağlamaktadır. E-postalar sunucuda saklandığı için yeni gelen e-postalara anında erişilebilir. Erişim için yerel bilgisayara indirmek gerekli olmadığından erişim işlemi daha kısa sürer. Ayrıca, yerel bilgisayarda kaplanan alan POP3'tekine göre çok azdır. Bunun yanında e-postalara farklı bilgisayarlardan erişmek veya farklı kullanıcı hesaplarına aynı anda erişmek de mümkündür. IMAP protokolünde, sunucu tarafında istenen kriterlere göre arama yapma imkanı ve klasör yönetimi de kullanıcıya sunulmaktadır.

IMAP ve POP3 arasındaki temel fark; POP3'te esas olan, kullanıcıların kişisel bilgisayarında tutulan e-postalar iken, IMAP'te esas olanın sunucudaki mesaj deposunda tutulan e-postalar olmasıdır. MS Outlook'tan başka maile (Hotmail, yahoo vb.) ulaşmak istediğinizde POP3 bağlantısı ile yapılandırma yapılır. Bu adreslere doğrudan bağlanarak mailerimize ulaşmanız ise IMAP olarak ifade edilir. IMAP, POP3'e göre çok karmaşık bir protokol olsa da, kullanıcıya e-posta yönetimi için çok daha fazla imkan sağlamaktadır.

Avantaj:

- Çok yaygındır.
- Ekli gönderilen dosya korumalıdır.

Dezavantaj:

- Kullanıcı adı/şifre doğrulaması gerektirmez.
- E-postalar birçok makinada dolaşır.

7. HTTP (HyperText Transfer Protocol-Hareketli Metin Transfer Protokolü)

HTTP, genellikle hypertext dokümanları bir web sunucusu ve istemci arasında transfer etmekte kullanılan bir protokoldür. Hypertext, diğer metinlere linkler içeren metinlerdir. HTTP, kullanıcı doğrulaması yapmadığı gibi veri korumasını da sağlamaz. Bu nedenle sadece önemli olmayan dosyalar HTTP ile transfer edilmelidir. İnternette gezindiğimiz sayfalar HTTP sayfalarıdır. Herhangi bir siteden bilgi amaçlı dosya ya da resim almak istediğimizde, çoğu site bir şifre ya da kullanıcı istememektedir ve aynı veriler herkese açıktır. Ayrıca, üyelikle kayıt olunan bazı sitelere özgeçmiş, fotoğraf gibi veriler yüklenebilir.

Avantaj:

- Çok yaygındır.

Dezavantaj:

- Kullanıcı/şifre doğrulaması gerektirmez.
- İletilen dosya korumasızdır.

8. HTTPS (HyperText Transfer Protocol Secure-Güvenli Hareketli Metin Transfer Protokolü)

HTTPS daha güvenli bir yapı için HTTP'yi SSL (Secure Socket Layer) ile kullanmak anlamına gelir. SSL, veri şifrelemek için şifreleme kriptolojisi ve web sunucusunu doğrulamak için dijital imza kullanır. İnternette sunucular ve son kullanıcılar arasında bilgilerin, başkaları tarafından okunamayacak şekilde nasıl aktarılacağına dair kuralları ve yöntemleri düzenler. Özellikle internet üzerinden yürütülen bankacılık işlemleri için banka siteleriyle bağlantı kurulduğunda ya da kredi kartıyla ödeme yapılan sistemlerde kredi kartı bilgileri doğrulanırken, tarayıcıda adres çubuğunun başında HTTP yerine HTTPS yazar. Başında HTTPS yazılan adreslerle bağlantı kurulduğunda, bilgiler sadece karşı taraf ve sizin tarafınızdan okunabilecek şekil-

de şifrelenir. HTTP ile yapılan bilgi alışverişinde ise bir şifreleme yoktur, başka kişiler de aynı bilgilere ulaşabilir. HTTPS, bilgi güvenliği gereken zamanlarda uygulanan bir güvenli iletişim protokolüdür.

Birliğimiz, aracı kurum ve bankalardan Kamuyu Aydınlatma Formları ve Bilgi Bankası Formlarıyla veri almaktadır. Ayrıca, Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinden de veri iletimi yapılmaktadır. Güvenli iletimi sağlamak amacıyla tüm bu uygulamalarda HTTPS protokolü kullanılmaktadır.

Avantaj:

- Çok yaygındır.
- Kullanıcı adı ve şifre korumalıdır.
- Transfer edilen dosya korumalıdır.
- Veri şifrelemek için şifreleme kriptolojisi ve web sunucusu doğrulaması için dijital imza kullanır.

Dezavantaj:

- Dosya transferi için yapılandırılmış bir web sunucusuna ihtiyaç duyar.

9. VPN (Virtual Private Network-Sanal Özel Ağ)

VPN, internet üzerinden şifreli ve güvenli veri iletişimi sağlamak için düşünülmüş bir teknolojidir. Kiralık hatlar (Lease-line) gibi daha güvenli, sağlam çözümlerin yerine VPN kullanılmasının temel nedeni, maliyet ve kolay yapılındır.

Temelde iki tip VPN teknolojisi vardır. Amaca göre bu iki VPN teknolojisinden biri seçilebilir. Bu teknolojiler "Remote Access VPN" ve "Site-to-site VPN" olarak bilinmektedir.

Remote Access VPN (Uzaktan Erişimli VPN)

Uzaktan erişimli olarak tanımladığımız VPN türü, firmaların gezgin çalışanlarının firma ağına her yerden güvenli iletişimlerini sağlamak, ya da büyük bir firmanın farklı lokasyonlardaki şubelerini merkeze bağlamak için kullanılmaktadır.

Site-to-site VPN

Bu tip VPN genellikle farklı firmaların birbirleri ile VPN aracılığı ile güvenli iletişim kurmaları için dü-



şünülmüştür. Aynı zamanda firmanın farklı lokasyonlardaki şubelerinin merkeze bağlanmasını da sağlar. Uzaktan Erişimli VPN'den temel farkı, iki uçta VPN sunucu olmasıdır.

Avantaj:

- VPN sunucusu ile kullanıcı arasındaki tüm ağ trafiğini şifreler.

Dezavantaj:

- Uzaktan erişim ile kurumsal ağa bağlanan bilgisayarı güvenliği bilinmemektedir.

II. VERİ ŞİFRELEME

Yukarıda anlatılan veri transfer yöntemleri arasından amaca göre istenilen bir yöntem seçilebilir. Ancak seçilen yöntemde gönderilecek verinin şifrelenmesi, iletimde güvenliğin artmasını sağlayacaktır.

Günümüzde bilgi üretilmekte, korunmakta, taşınmakta, satılmakta, çalınmakta veya sahtesi üreti-

lebilmektedir. Dolayısıyla bilginin korunması önem taşımaktadır. Bilginin korunması için şifrelemenin özel bir yeri bulunmaktadır. Bilginin değiştirilerek korunması ile uğraşan bilim, kriptoloji olarak adlandırılır. Kriptoloji, kriptografi ve kriptanaliz olmak üzere iki kısma ayrılır. Kriptografi, mesajların içeriğini gizleyerek bir şifreleme sisteminin oluşturulmasıyla ilgilenir. Bir kriptografik algoritma, şifreleme ve deşifreleme için kullanılan matematiksel fonksiyonlardan oluşur.

Şifreleme ve deşifreleme işlemlerinde ayrıca, bir anahtar kullanılmaktadır. Anahtar, şifreleme yapılabilmesi ve şifrenin çözülebilmesi için gerekli olan şablondur. Kriptanaliz ise, şifreleme anahtarı bilinmeden şifreyi çözme yöntemleriyle uğraşmaktadır. Kriptanalizin başarısı, mesaj ya da anahtarın elde edilmesiyle değerlendirilmektedir.

A. KLASİK ŞİFRELEME TEKNİKLERİ

Elektronik ortamda olmayan fiziksel verileri şifrelemek için kullanılabilecek yöntemlerdir. Geçmişte kullanılmış olan bu yöntemler verinin elektronik ortama aktarılması sonucu önemini yitirmiştir.

1. Metni Gizleme (Steganography)

Şifrelenmemiş düz bir metnin çeşitli dönüşümler kullanılarak diğer kişilerce anlaşılamaz bir metin haline getirilmesi işlemidir. Verilebilecek en basit örnek, bir metnin tüm harflerinin başka bir metnin içindeki kelimelerin ilk harflerine gizlenmesidir. Örneğin; "Sezen Aksu ve aşk şarkıları benim için tüm tesellilerden iyidir."

Ancak her durum için böyle bir mesajı oluşturmak zor ve zaman alıcı bir işlemdir. Oluşturulacak mesajdaki kelimelerin anlamlı bir bütünlük oluşturacak şekilde bulunması ancak çok üst düzey bir yapay zeka uygulamasıyla bilgisayar ortamına aktarılabilir.

2. Harf İşaretleme (Character Marking)

Önceden belirlenmiş bazı karakterlerin daha derin

olarak yazılması mantığına dayanır. İşaretli harfler ancak belirli bir açıyla parlak bir ışığa tutulduğunda görülebilir.

3. Görünmeyen Mürekkep (Invisible Ink)

Belirli bir sıcaklığa ulaşmadan ya da kimyasal bir işlemle geçirilmeden görülemeyen özel bir mürekkep ile yazılır.

4. İğne Delikleri (Pin Punctures)

Belirli harflerin üzerinde gözle görülemeyecek kadar küçük delikler açılarak gerçekleştirilir. Deliklerle işaretlenmiş karakterler parlak bir ışığa tutularak okunur.

5. Yerine Koyma Teknikleri (Substitution Techniques)

Düz bir metindeki harflerin yerine başka harfler, sayılar ya da semboller koyarak yapılan şifreleme türüdür.

Sezar Şifrelemesi (Caesar Cipher), bilinen en eski yerine koyma tekniğidir. Ünlü Roma İmparatoru Jül Sezar tarafından geliştirilmiştir. Sezar şifrelemesinde mantık, her harfi kendisinden sonra gelen üçüncü harfle değiştirmeye dayanmaktadır. A yerine 3 sonraki harf yani Ç, B yerine D, İ yerine L kullanılması gibi. Örneğin; "Bilgisayarların şifreleri kırıldı." cümlesi şifrelendiğinde "DLOİÜÖÇBÇTOÇTKÖ ÜLHTGOĞTL NKTKOGK." halini almaktadır.

Sezar şifrelemesinde üç önemli zayıf yön vardır. Şifrelenmiş metinden hangi dilin kullanıldığı rahatlıkla anlaşılabılır. Türkçe için düşünüldüğünde sadece 28 ayrı şifreleme geliştirilmiş olabilir. Şifreleme ve deşifreleme algoritmalarının biliniyor ve kolaylıkla uygulanabiliyor olması da diğer zayıf olduğu yönüdür. Sezar şifrelemesi ile şifrelenmiş bir metin "Brute Force" bir saldırı ile kırılabilir. Brute Force, kelime anlamı olarak kaba kuvvet olmakla beraber Sezar şifrelemesi gibi algoritmaların bilindiği yöntemlerde olası bütün kombinasyonların denenmesi demektir.

Tekli alfabeye dayanan şifreleme (Monoalphabetic Ciphers), Sezar şifrelemesindeki mantığın biraz daha geliştirilerek, her harfe rastgele bir harfin eşleştirilmesi mantığına dayanmaktadır. Yani A ile eşlenen harf arasındaki ilişki, diğer hiçbir harf arasında yer almamaktadır. Bunun basit bir örneği her hafta sonu gazetelerin ilavelerinde verdikleri şifreli bulmacalarda görülebilir. Orada harfler yerine rakamlar verilmektedir. Çözülebilirliği arttırmak için şifrelenmemiş metin üzerine birkaç örnek ve şifrelenmemiş metnin içeriği hakkında bilgi verilmektedir.

Tekli alfabeye dayanan şifreleme tekniğini biraz daha geliştirmenin bir diğer yolu da şifreleme boyunca farklı yerine koyma teknikleri kullanmaktır. Bu tür yaklaşımların genel adı çoklu alfabeye dayanan şifrelemedir (Polyalphabetic Ciphers). Çoklu alfabeye dayanan şifrelemede kastedilen birden farklı alfabe kullanımı değildir. Her harfin, bir yerine birden fazla harf ile şifrelenmesidir.

6. Çoklu Harfle Şifreleme (Multiple-Letter Encryption)

Verilen düz metindeki ikili harfleri tek bir birim olarak ele alan ve işleyen şifreleme tekniğine dayanır. İngilizce için özelleşmiş bir şifreleme algoritmasıdır. I. Dünya Savaşında İngiliz Ordusu ve II. Dünya Savaşında da ABD Ordusu tarafından kullanılmıştır.

B. ELEKTRONİK ŞİFRELEME TEKNİKLERİ

Bahsedilen eski klasik yöntemlerin yanında, bilgisayar sistemlerinin gelişmesiyle elektronik ortamdaki veriyi algoritmalar kullanarak şifreleyen yöntemler geliştirilmiştir. Klasik yöntemlere göre daha etkili şifreleme yapan bu yöntemlerde de güvenlik sorunları mevcuttur.

Elektronik işlemlerde güvenlik sorunu şu şekilde özetlenebilir:

1. Gizlilik sorunları: Üçüncü kişilerin, mesajların içeriğini izinsiz olarak görmeleri.
2. Bütünlük sorunları: Üçüncü kişilerin, mesajların

içeriğini izinsiz olarak değiştirmeleri veya mesajın yolda bozulması.

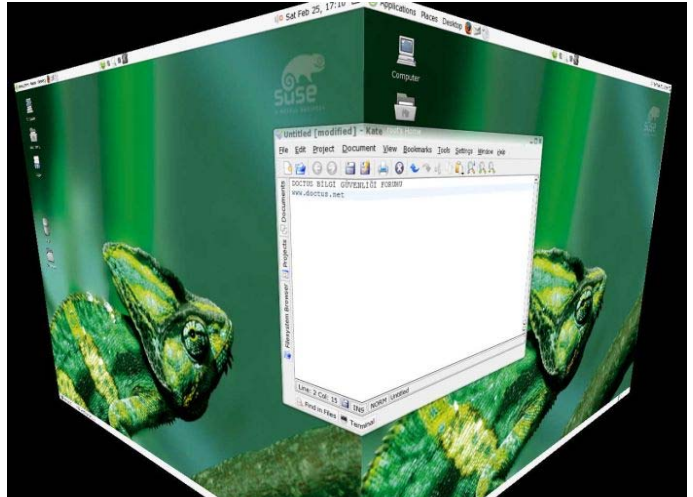
3. Kimlik doğrulama sorunları: Mesajlaşan tarafların kimliklerini güvenli bir biçimde doğrulamamaları.

1. Simetrik Şifreleme (Symmetric Cryptography)

Her iki tarafın da bildiği tek bir özel anahtar kullanılarak şifrelemeyi ve deşifrelemeyi gerçekleştiren şifreleme tekniğidir. Özel anahtar şifrelemesi (Private-key encryption) olarak da bilinir. Bu şifreleme tekniğinin en önemli dezavantajı her iki tarafın tek bir anahtar üzerinde anlaşması ve sadece bu anahtarı kullanarak şifreleme/deşifreleme işlemini yapmasıdır. Bu teknikte hiçbir taraf, karşı tarafın gerçekten karşı taraf olup olmadığını bilememektedir. İki taraf da olması gereken kişiler olmayabilir. Anahtara sahip olan herkes veri üzerinde aynı yetkiye sahiptir.

2. Asimetrik Şifreleme (Asymmetric Cryptography)

Ortak anahtar şifrelemesi (Public-key encryption) olarak da bilinir. İkili anahtar kullanarak şifreleme ve deşifrelemenin gerçekleştiği tekniktir. Bu teknikte herkesin 2 anahtarı vardır. Bunlardan biri ortaktır, yani herkesçe bilinir. Diğerisi ise özeldir ve sadece şifrelemeyi yapan kişi tarafından bilinir. Bu iki anahtar rastgele seçilmiş değildir. İkisi birbirini bütünlemektedir. Diğer bir deyişle, özel anahtar ile şifrelenen veri, ortak anahtar ile çözümlenebilir.



3. İmza ile Şifreleme (Cryptographic Signing)

Verinin gerçekten de belirli bir kişi ya da gruptan geldiğinin anlaşılması için tarafların verileri kendi imzaları ile şifrelemesi prensibine dayanır. Veriyi gönderenin ve alanın gerçekten de kendileri olduğunu kanıtlamalarını sağlar. Gönderen kendi özel anahtarı ile şifrelerken, gönderenin ortak anahtarını bilen herhangi biri, veriyi gönderenin gerçekten de gönderen olup olmadığını anlayabilir. Ancak alıcıdan başka kimse gönderilen bilgiyi deşifre edemez.

Elektronik imza, "başka bir elektronik veriye eklenen veya elektronik veriyle mantıksal bağlantısı bulunan ve kimlik doğrulama amacıyla kullanılan elektronik veri" olarak tanımlanmaktadır.

Optik yolla da elektronik imza oluşturulabilir: Kağıt üzerine atılan imzanın sayısal bir fotoğraf makinesiyle fotoğrafı çekilip, gönderilecek elektronik postalara eklenebilmesi mümkündür.

Sayısal imza ise aslında çok daha özel bir yöntemin genel adıdır. Kriptoloji yöntemleri kullanarak bilgi güvenliğinin sağlanması amacıyla geliştirilen "açık anahtarlı yöntemler", sayısal imzanın da temelini oluşturur. Matematiksel kuramlara bağlı karmaşık yöntemlerle geliştirilen açık anahtarlı şifreleme yöntemleri, biri açık diğeri gizli olarak nitelenen ve aralarında kuvvetli bir matematiksel bağ bulunan bir çift şifreleme anahtarını kullanmaktadır.

Kişinin iki anahtarı bulunmaktadır, biri ortak, diğeri özel anahtardır. Herkes ortak anahtara sahip ola-

bilir, ama özel anahtar sadece kişinin kendisine aittir. İhtiyaca yönelik olarak ortak anahtar herkes tarafından kullanılabilir. Anahtarlar veri şifreleme için kullanılır. Şifreleme sonrası okunamaz halde olan bilgi, geçerli anahtar ile tekrar okunabilir hale getirilir.

C. UYGULAMA KULLANARAK VERİ ŞİFRELEME

Günlük hayatta sık kullanılan uygulamalar ile yapılan veri şifreleme yöntemleri de mevcuttur.

1. PDF (Portable Document Format-Taşınabilir Doküman Formatı)

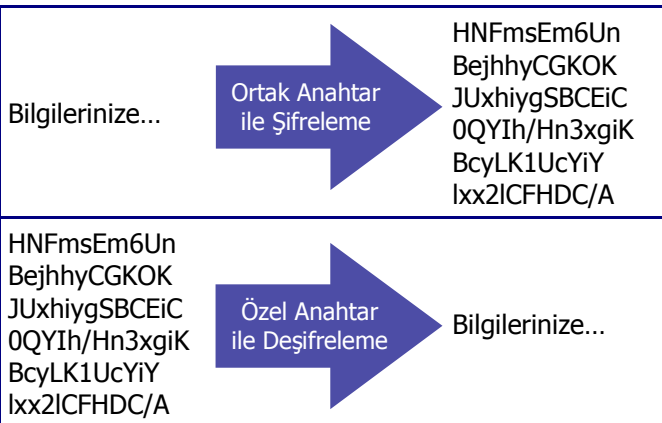
Yaygın olarak kullanılan PDF belgeleri dosyalar üzerinde belirli bir güvenlik, ayrıca boyut olarak da sıkıştırma sağlamaktadır. Dokümanın sadece PDF olarak kaydedilmesinden öte, uygulamanın güvenlik için sağladığı şifreleme fonksiyonu da kullanılsa daha güçlü bir koruma sağlanmış olacaktır. Şifreleme ile dokümanda yapılacak işlemler kısıtlanabilir. Dokümanın basılabilmesi, değiştirilebilmesi ya da sadece açılıp okunabilmesi gibi farklı seviyelerde şifreleme yapılabilir. Tüm bu kısıtlamalar için alıcının öncelikle PDF uygulamasına sahip olması, daha sonra da şifreyi bilmesi gerekmektedir.

2. Dosya Sıkıştırma

Dosya sıkıştırmanın en temel yararı, birçok dosyayı tek bir dosya halinde bulundurabilmek, orijinal boyutundan daha ufak bir boyutta dosyaları saklayabilmek ve iletimde koruma sağlamaktır. Güvenliği etkinleştirmek için şifreleme programları ya da program içinde yer alan güvenlik seçeneği kullanılabilir. Örnek olarak, programda bulunan güvenlik seçeneği ile dizine çıkartılması istenmeyen dosya uzantıları tanımlanarak engellenebilmektedir.

En çok kullanılanlar ZIP, RAR ve ACE sıkıştırma formatlarıdır. Her biri farklı algoritmalar kullanarak dosya sıkıştırır.

- **ZIP:** En çok kullanılan sıkıştırma formatıdır. ZIP'in bu denli yaygın olmasının temel sebebi,



sıkıştırma işlemini oldukça hızlı yapabilmesidir. Fakat diğer formatlar ile karşılaştırıldığında dosya boyutu biraz daha büyük kalmaktadır.

- **RAR:** Sıkıştırma ve özellikler bakımından, RAR formatının, ZIP formatına göre biraz daha gelişmiş olduğunu söylemek mümkündür. RAR formatı ile sıkıştırılmış bir dosyanın boyutu, ZIP formatı ile sıkıştırılmış dosyanın boyutundan fark edilir bir şekilde az olmaktadır. RAR sıkıştırma formatında arşiv düzeltme gibi ek özellikler de bulunmaktadır.
- **ACE:** Üç sıkıştırma formatı arasında, en iyi sıkıştırma oranına sahip olanıdır. RAR ve ZIP sıkıştırma formatlarında yer alan özelliklerin hepsine sahip olmasının yanı sıra, diğer formatlardan daha küçük boyutta dosyalar oluşturur.

3. Office Programları Güvenlik Şifresi Oluşturma

Çok sık kullanılan Office programları (Word, Excel vb.) gibi uygulamalarda da veri güvenliğini sağlamak için kullanılabilecek şifreleme fonksiyonları mevcuttur. Bunlar, PDF uygulamasındaki veri şifrelemeyle benzer özelliğe sahiptir. Veri üzerinde yapılacak yazdırma, düzenleme gibi işlemleri kısıtlamak için şifreleme fonksiyonu kullanılabilir. Alıcı, veri üzerinde herhangi bir işlem yapmak için şifreyi kullanmak zorunda kalacaktır.

4. Şifreleme Programları Kullanılarak Veri Şifreleme

Veriler, ayrıca şifreleme için geliştirilmiş olan özel uygulamalar kullanılarak da şifrelenebilir. Ancak alıcının oluşturulan şifreyi bilmesi ve ayrıca şifreyi oluşturan programa sahip olması gerekmektedir. Örnek olarak EncryptOnClick, Encrypt Files, Axcrypt, CryptMage, PowerCrypt programları ve benzeri programlar verilebilir.

III. GENEL DEĞERLENDİRME

İletişimde vazgeçilmez unsur olan veri iletimi, gün geçtikçe önemini daha da arttırmıştır. Teknolojide yaşanan hızlı gelişme karşısında veri iletim yöntemleri de gelişmiştir. Bu çalışmada ele alınan veri iletimi, fiziksel ve elektronik ortamda veri iletimi olarak ikiye ayrılmaktadır. İnsan gücünü kullanan fiziksel veri iletim yöntemleri hâlâ kullanılmaktadır. Fakat verinin elektronik ortama taşınması ile birlikte elektronik ortamda veri iletimi daha etkin hale gelmiştir. Her iki yöntemde de amaca bağlı olarak ortaya çıkmış farklı metotlar vardır. Tüm metotların birbirlerine sağladıkları üstünlükler vardır. Ancak her yönüyle kullanılması gereken en etkin yöntem konusunda kesin yargıya varılamamaktadır. Bu yargı; veriye, bulunduğu ortama, amaca, kişiye ve sahip olunan donanıma bağlı olarak tamamen değişmektedir.

Veri iletiminin yanı sıra, güvenli iletimin sağlanması da önem taşımaktadır. Fiziksel veri iletiminde yaşanan güvenlik problemleri, elektronik ortamda daha etkin çözümler ile aşılmaktadır. Seçilen yöntemin kendi içinde sağladığı güvenlik yanında, kullanıcı da yapacağı şifreleme ile güvenliğini arttırabilir. Geçmişte fiziksel dokümanları şifrelemek için kullanılan klasik yöntemler ortaya çıkmıştır. Bu yöntemler basit ve kolay çözülebilir yöntemlerdir. Teknoloji ile birlikte, matematiksel algoritmaları kullanarak oluşturulan anahtarlarla elektronik ortamda veri şifreleyen yöntemler etkin hale gelmiştir.

Bahsedilen veri iletim ve şifreleme yöntemlerinin seçilmesinde dikkat edilmesi gerekenler, iletilecek verinin hassasiyeti ve alıcının yeterli donanıma sahip olup olmadığıdır. Amaca uygun yöntem seçildikten sonra imkânlar dahilinde veri şifrelenerek transfer edilmelidir.

Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı				
Milyon YTL	2005	2006	06/2007	%Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	104.729	103.051	100.845	-2,1%
Mevduat	226.091	276.925	303.812	9,7%
Hisse Senedi*	67.530	72.831	86.086	18,2%
TOPLAM	398.350	452.807	490.744	8,4%
Tahmini Altın Stoku	131.682	170.383	163.790	-3,9%
Milyar \$				
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	78,1	73,6	77,3	5,1%
Mevduat	168,5	197,0	232,9	18,2%
Hisse Senedi*	50,3	51,8	66,0	27,4%
TOPLAM	296,9	322,4	376,2	16,7%
Tahmini Altın Stoku	98,1	121,1	125,5	3,7%

*: Halka açık kısmın piyasa değeri.

Menkul Kıymet Stokları				
Milyon YTL	2005	2006	06/2007	%Δ
Hisse Senedi*	31.916	40.926	48.263	17,9%
Hazine Bonosu/Devlet Tahvili	244.782	251.470	253.718	0,9%
Diğer	3.991	3.903	3.790	-2,9%
Toplam	280.689	296.299	305.771	3,2%
Milyon \$				
Hisse Senedi*	23.786,1	28.975,9	35.289,7	21,8%
HB/DT	182.428,0	178.044,5	185.518,0	4,2%
Diğer	2.974,6	2.763,5	2.771,3	0,3%
Toplam	209.188,7	209.783,9	223.579,0	6,6%

*: Toplam nominal değer.

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2005	2006	03/08/2007	%Δ
Milyon YTL	218.318	230.038	307.090	33,5%
Milyon \$	162.814	163.775	242.759	48,2%
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri (Milyon \$)	50.328	51.815	74.636	44,0%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	30,9%	31,6%	30,7%	A.D.

İMKB'de İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı				
	2005	2006	03/08/2007	%Δ
İşlem Gören Şirketler	304	316	322	1,9%
İşlem Gören Borsa Yatırım Fonları	2	6	7	16,7%
İşlem Gören Toplam Hisse Senedi	306	322	329	2,2%

Birincil Halka Arzlar				
	2005	2006	03/08/2007	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	1.802,9	949,3	2.811,5	A.D.
Şirket Sayısı	11	19	9	A.D.

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2004	2005	2006	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	221	227	223	-1,8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	90	81	102	25,9%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon YTL)	12.117	14.056	20.677	47,1%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon YTL)	-909	-3.973	-1.235	-68,9%
Toplam Kar/Zarar (Milyon YTL)	11.209	10.083	19.441	92,8%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon \$)	8.521	10.483	14.448	37,8%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon \$)	-639	-2.963	-863	-70,9%
Toplam Kar/Zarar (Milyon \$)	7.882	7.520	13.585	80,6%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2005	2006	06/08/2007	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	786	599	666	11,2%
B Tipi Yatırım Fonları	20.977	15.701	18.724	19,3%
Emeklilik Yatırım Fonları	913	2.048	3.018	47,4%
Borsa Yatırım Fonları	40	88	94	6,5%
Yatırım Ortaklıkları	360	280	300	7,2%
Gayrimenkul Yat.Ort.	1.864	1.487	2.552	71,7%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	69	68	70	1,9%
Toplam	25.010	20.271	25.424	25,4%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	8,3%	5,0%	5,5%	A.D.

Yatırımcı Sayısı	2004	2005	2006	%Δ
Açık Hesap Sayısı	2.177.516	2.390.687	--	A.D.
Bakiyeli Hesap Sayısı	1.072.663	1.001.353	1.015.166	1,4%
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	1,5%	1,4%	1,4%	A.D.

Yabancı Yatırımcı İşlemleri Milyon \$	2005	2006	06/2007	%Δ
Saklama Bakiyeleri	33.812	35.083	50.081	42,8%
İşlem Hacimleri	83.275	88.519	58.258	A.D.
Net Alışları	3.989	1.144	3.684	A.D.

TSPAKB Üyeleri	2005	2006	03/08/2007	%Δ
Aracı Kurumlar	108	106	104	-1,9%
Bankalar	41	40	41	2,5%
Toplam	149	146	145	-0,7%

Aracı Kuruluşların İşlem Hacimleri Milyar \$	2005	2006	06/2007	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında				
Aracı Kurum	403	454	252	A.D.
Tahvil/Bono Piyasasında				
Aracı Kurum	708	744	395	A.D.
Banka	3.163	3.344	1.945	A.D.
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	3.871	4.088	2.340	A.D.
Toplam İşlem Hacmi	4.273	4.542	2.592	A.D.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler Milyon \$	2005	2006	2007/03	%Δ
Aktif Toplamı	1.910,5	1.945,4	2.430,3	24,9%
Özsermaye Toplamı	1.118,5	1.066,8	1.196,1	12,1%
Net Komisyon Gelirleri	365,6	362,5	95,3	A.D.
Esas Faaliyet Karı	225,7	123,7	45,8	A.D.
Net Kar	203,7	131,2	48,0	A.D.
Personel Sayısı	5.916	5.898	5.911	0,2%
Şubeler	234	246	247	0,4%
İrtibat Bürosu	69	64	62	-3,1%
Acente Şubeleri	4.406	4.514	4.593	1,8%

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi	2005	2006	03/08/2007	%Δ
İMKB-100	39.778	39.117	50.716	29,7%
İMKB-100 - En Yüksek	40.012	48.192	55.625	15,4%
İMKB-100 - En Düşük	22.888	31.492	36.630	16,3%
Günlük Ort.İşlem Hacmi (Milyon \$)	794	919	1.345	46,5%

Yurtdışı Borsa Endeksleri	2005	2006	03/08/2007	%Δ
Almanya DAX	5.438	6.653	7.436	11,8%
Nasdaq 100	1.663	1.788	1.919	7,3%
Hong Kong Hang Seng	14.876	19.965	22.538	12,9%
Fransa CAC 40	4.714	5.544	5.598	1,0%
S&P 500	1.249	1.425	1.433	0,6%
İngiltere FTSE 100	5.619	6.221	6.224	0,1%
Japonya Nikkei 225	16.111	17.226	16.980	-1,4%

A.D.: Anlamlı değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 104 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 145 üyesi vardır.

Misyonumuz;

Çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan ve saygınlığına önem veren bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak; sermaye piyasasını geliştirmek ve bu yolla ülkenin kalkınmasına katkıda bulunmaktır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

E. Nevzat Öztangut
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Yayın Türü: Yaygın, süreli

sermaye piyasasında **gündem**, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza Kat:4

1. Levent 34394 İstanbul

Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89

www.tspakb.org.tr

tspakb@tspakb.org.tr

Basım: Printcenter

Eski Büyükdere Cad.

Cem Sultan Sok. No:2A

4. Levent 34416 İstanbul

Tel:212-282 41 90



9 77 13048 15543 9

Bu bülten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu bültende yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu bültende yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.