

TÜYİD “Borçlanma Araçları İhracı Akla Takılanlar “Semineri’nden İzlenimler

Özel Sektör Borçlanma Araçları, düzenleme anlamında henüz tam olgunluğa ulaşamadı. Düzenlemeye hem ihracın yatırımcı ile ilk defa buluşturulması sürecinde, hem özel sektöre sağlanan kredinin sağlığının izlenmesi/kontrolü aşamasında; hem de temerrüt halinde yatırımcıların haklarının korunması sırasında ihtiyaç olduğu açıktır.

TÜYİD tarafından düzenlenen ve katılımın yoğun olduğu “Borçlanma Araçları İhracı Akla Takılanlar Semineri”ne TEB Portföy olarak katılma fırsatı bulduk. Son derece anlamlı kurgulanmış bu seminerde, önce Paksoy Ortak Avukat Bürosu’ndan Av. Ömer Çolak ve Av. Pınar Tüzün Borçlanma Araçları Tebliği’ni detaylı olarak ele alırken, Fitch Ratings Türkiye Temsilcisi Gülcan Üstay ise borçlanma araçlarında kredi derecelendirme sürecine ışık tuttu.

Tüm katılımcıların üzerinde anlaşıldığı en önemli konular, Özel Sektör Borçlanma Araçlarının;

- i) alternatif bir finansman yöntemi olarak hem finansal hem de finans dışı kuruluşları için çok değerli bir varlık sınıfı oluşturduğu,
- ii) özellikle reel sektör şirketlerine teminatsız borçlanma imkanı sağladığı ve sermaye piyasaları ile etkileşimi artırdığı için yüksek katma değeri olduğu,
- iii) yatırımcılar için riski göreceli

düşük ama getirisi mevduatın üzerinde kalan bir yatırım enstrümanı olması sebebiyle önemli bir varlık çeşitlendirmesi sağladığı, **iv)** özellikle bankaların TL cinsinden kredi/mevduat oranlarının tepe noktada olduğu dönemlerde sermaye piyasalarının finansman sağlamanın daha da önemli olduğu, yönünde oldu.

Tüm bu sebeplerdendir ki kısaca ÖST olarak tabir edeceğimiz enstrümanların 2017 sonu itibariyle dolaşımında bulunan yatırım fonlarında oranı %48 seviyesine ulaşmış; her sene istikrarlı olarak %25-%30 büyüyen emeklilik fonlarında ise %12 ağırlığa sahip olarak daha eski bir varlık sınıfı olan hisse senedi oranına (%13) yaklaşmıştır. Özellikle ağırlıklı olarak birikimlerini mevduata yönlendirmiş olan hanehalkı için iyi seçilmiş ÖST’ler risk seviyesinin fazla yükselmesine gerek kalmaksızın ek getiri imkanı sunmaktadır.

Buna karşılık seminerde üzerinde anlaşılan bir başka konu ise Özel Sektör Borçlanma Araçları’nın

düzenleme anlamında henüz tam olgunluğa ulaşmamış olmasıdır. Düzenlemeye hem ihracın yatırımcı ile ilk defa buluşturulması sürecinde, hem özel sektöre sağlanan kredinin sağlığının izlenmesi/kontrolü aşamasında; hem de temerrüt halinde yatırımcıların haklarının korunması sırasında ihtiyaç olduğu açıktır. Özellikle çoğu ÖST halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış şeklinde ihraç edildiği için, SPK tarafından gerekli görülen bilgi ve dokümantasyon, örneğin halka arz edilen bir hisse senedi enstrümanı ile karşılaştırılınca çok daha az olmaktadır. Elbette arzların artması ve piyasanın daha da büyümesi açısından regülasyonun çok kısıtlayıcı olmaması önemli bir avantaj olmakla birlikte, özellikle geleceğe dönük projeksiyon içermeyen ve yılda sadece iki defa bilanço açıklama yükümlülüğü olan reel sektör ihraçlarında şeffaflığın artırılması ve şirketlerin finansal sağlığının daha iyi monitör edilmesi, her ne kadar nitelikli de olsalar yatırımcılar için olmazsa olmazdır. Bu noktada kredi derecelendirme prosesi çok daha önem kazanıyor.



Pınar Uğuroğlu
Araştırma Direktörü
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

Özellikle kredi derecelendirme kuruluşları ile kurulacak ve izleme sürecini de içeren uzun soluklu iş-kiler sistemin işleyişi için elzemdir. Ne yazık ki ihraççıların kredi rating alma yükümlülüğünün olmaması, bilginin etkin bir şekilde paylaşılması ve fon yöneticilerinin “basiretli tüccar” felsefesi ile bilgiye dayanarak yatırım yapmasını engelliyor. Her ne kadar sektörün temerrüt karnesi rating kuruluşlarının da bir öncü gösterge sağlamadığını ortaya koysa da, özellikle Fitch tarafından “Public Monitored Rating” olarak adlandırılan kredi ratinginin verilmesinden sonra ihracın ya da ihraççının sağlığını da izleyen raporlar, şirketlerin işleyişine hakim olmayan ve özellikle ileriye dönük projeksiyonlarını paylaşamayan şirketlerin değerlendirilmesi açısından çok faydalı olacaktır.

Temerrüt konusuna gelince, yatırımcılar en büyüğü Yüksel İnşaat eurobondu (\$200 milyon) olmak üzere, 2010 yılından bu yana toplamda nominal büyüklüğü 800 milyon TL olan bir temerrüt karnesi ile karşılaştılar. ÖST toplam pazarına göre son derece düşük (%0,2) bir temerrüt oranı söz konusu olsa

da, sadece reel sektör tahvil ihraçlarına oranladığımızda temerrüt oranı yıllara göre birikimli olarak %3,2'ye ulaşıyor. Esasen arz sürecinde bilgi eksikliğinden dolayı detaylı bir incelemeden geçemeyen reel sektör ihraçlarında bu oran bile çok düşük olarak nitelenebilir.

Buna karşılık temerrüde düşen ihraççılarda yatırımcı mağduriyetinin giderilmesi açısından Paksoy Ortak Avukat Bürosu tarafından vurgulanan SPK'nın Kanun'un 92. maddesinde kendisine tanınan hakları kullanması, yani ihraççıların, kanuna, sermaye piyasası mevzuatına, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı görülen durum ve işlemleri sebebiyle sermayenin veya mal varlığının azalmasına veya kaybına yol açtığına Kurulca tespit edilmesi hâlinde, 6102 sayılı Kanun hükümleri saklı kalmak kaydıyla SPK'nın ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir almasını ve öngörülen işlemleri yapmasını istemeye ve gerektiğinde durumu ilgili mercilere intikal ettirme yetkisini devreye alması önemli olacaktır.

Bu noktada temerrüt halinde, fon yöneticileri için bir diğer sorun kayıpların telafisi ve fon muhasebesi açısından henüz oturmuş bir sistem olmamasıdır. Kayıpların telafisi noktasında İcra ve İflas Kanunu'nda yapılması öngörülen yeni bir düzenleme ile teminatsız borçlanma araçları iflas halinde sıra cetvelinde bir sıra yükselerek 4. sıraya gelmiş olacaklar. Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi kapsamında da yine de ana para ödemesine kalmadan kupon itfasının yapılamaması halinde tahvil yapılandırılmasının nasıl olacağı belirsizliğini koruyor. Fon yöneticileri için bir diğer pratik sorun ise temerrüt halinde fon muhasebesi hakkında oturmuş bir sistem olmamasıdır. SPK bu tip durumlarda hangi noktada ne kadar

“ Geleceğe dönük projeksiyon içermeyen ve yılda sadece iki defa bilanço açıklama yükümlülüğü olan reel sektör ihraçlarında şeffaflığın artırılması ve şirketlerin finansal sağlığının daha iyi monitör edilmesi, her ne kadar nitelikli de olsalar yatırımcılar için olmazsa olmazdır. ”

karşılık ayrılması gerektiğini fon kurucusuna bırakmış olup herhangi bir ilke kararı getirmemiştir. Bu durum fon muhasebesinde yeknesaklığı engellemektedir. Bu anlamda temerrüt halinde fon yatırımcısının sisteme küsmemesi için, yine SPK tarafından hükümlendirilmesi halinde fonların taşıdığı risklere göre sınıflandırılması kategorik bir sınıflandırmadan daha faydalı olacaktır. Son olarak ihraca gelen, özellikle finansal kuruluş ve reel sektör yetkililerinin fon yöneticileri ile yaptıkları toplantılarda ve sunumlarında geleceğe dönük projeksiyonlarına ve varsayımlarına yer vermesi ve özellikle nakit akışı ile ilgili beklentilerine vurgu yapılması önemlidir. Toplantıların en verimli olarak bu konular üzerinde şekillenmesi ve finansal tablo ve varsa rating raporlarının toplantılardan önce paylaşılması da, yine ihraç sürecinde yapılan toplantıların etkinliğini artıracaktır.