

# MENKUL KIYMETLEŐTİRME

Prof. Dr. Güven SAYILGAN  
Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakóltesi  
İŐletme Bölümü Muhasebe-Finansman  
Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

# EURO TAHVİL PIYASALARI

# FİNANS DÜNYASINDA EURO

- \* Avrupa Para Birliği'ne üye ülkelerin hür iradeleriyle kendi ulusal paralarından vazgeçerek kabul ettikleri **ortak para birimine “euro”** denir.
- \* Euro'ya geçiş ile birlikte ülkeler arasında kur riskinin ortadan kalması sonucunda
  - \* Uluslar arası pazarlarda rekabet artışı
  - \* Mal ve hizmet üretiminde maliyet düşüşleri

# EURO'NUN TAHVİL BENCHMARKLARI

- \* Euro'yu kabul eden ülkelerin finansman sağlamak için ihraç ettikleri tahvillerin maliyetleri farklıdır. Çünkü;
  - \* Ülkelerin ratingleri
  - \* Borçların likiditeleri farklıdır.
- \* Başta Alman ve Fransız tahvilleri olmak üzere getiri eğrisinin her vadesinde likit olabilen ülke tahvillerinin kombinasyonu alınarak euro tahviller için en uygun tahvil benchmarkı oluşturulabilmektedir.

# ULUSLAR ARASI TAHVİL FİNANSMANI

- \* Finansal piyasaların temel işlevleri:
  - \* Piyasalarda el değıştiren finansal varlıkların fiyatının oluşmasını sağlamak,
  - \* Piyasaya likidite sağlamak,
  - \* İşlem maliyetlerini (arama + bilgi edinme) minimize etmek.
- \* Tahvili çıkartan devlet ya da şirketin bağlı bulunduğu ülke dışında **yabancı bir ülkede** işleme sunulan tahvillere “uluslar arası tahviller” denir.

# Uluslar Arası Tahvil Piyasalarının Sınıflandırılmasında Baz Alınan Bazı Kriterler:

- Tahvilin hangi para biriminden çıkarıldığı,
- Hangi ülkede ihraç edildiği,
- Hangi ülkelerin borsalarında kote edildiği,
- İhraççının hangi ülkeden olduğu,
- Yatırımcıların hangi ülkeden olduğu,
- İhraca lider olarak aracılık eden kuruluşun hangi ülkeden olduğu,
- Belgelemenin ne olduğu (Euro mu, Ulusal mı olduğu)
- İhracın hangi ülkenin kanunlarına tabi olarak yapıldığı,
- Faiz gelirlerinin ödenmesinde hangi ülkenin kanunlarının uygulanacağı



Uluslar arası  
tahviller

Yabancı tahviller  
(yabancı bir ülke aynı  
para birimi)

Euro tahviller  
(yabancı bir ülke farklı  
para birimi)

# Yabancı Tahviller

- Özel olarak isimlendirilen bazı yabancı tahviller:

- ABD'deki yabancı tahviller → Yankee Tahvil
- Japonya'daki yabancı tahviller → Samurai Tahvil
- İngiltere'deki yabancı tahviller → Bulldog Tahvil
- Hollanda'daki tahviller → Rembrandt Tahvil
- İspanya'daki tahviller → Matador Tahvil



# Türkiye’de uluslar arası tahvil ihraç süreci:

1. Para birimi, vade ve ihraca aracılık edecek kuruluşlara karar verilerek kamuoyuna duyurulması
2. Yatırımcı taleplerinin toplanması
3. İhracın fiyatlandırılması
4. Yatırımcılara tahsisatın gerçekleştirilmesi

# EURO TAHVİL NEDİR?

- \* Hükümet veya şirketlerin, kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacı ile, yabancı para biriminden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli olan borçlanma araçlarına “eurobond” denir.
- \* Ülkeler için eurobondlar dış borçlanma senetleridir.

# Eurobondun Özellikleri:

- \* Genellikle uzun vade
- \* Kupon ödemeleri USD cinsinden tahviller için 6 ayda bir ve euro cinsinden tahviller için yılda bir
- \* Vade içerisinde nakde çevrilebilme
- \* İşlem tarihi +3 işgünü valörlü
- \* İkincil piyasalarda faiz oranları düşerse eurobondun değeri yükselir ve vade tarihinden önce satılırsa fazla getiri elde edilir.

# Neden Eurobond?

- Düzenli nakit akımı
- Yüksek likidite kaynağı
- Sistemik riski azaltma imkanı
- T.C Hazine Müsteşarlığı garantisi
- Vergi avantajı
- İşlem masrafı olmaması

# Eurobond Kavramları:

- \* Temiz Fiyat
- \* Kirli Fiyat
- \* Birikmiş Faiz
- \* Nominal Değer

# Kupon Faiz Oranı, Getiri ve Vergilendirme

- \* Kupon faiz oranı sabittir.
- \* Vade sonuna kadar elde edilen bir tahvil için getiri, satın alma tarihindeki satış fiyatı üzerinden ve kupon faiz tutarlarına karşılık gelen getiridir.



**Kupon Faiz Oranı  $\neq$  Getiri**

- \* Vergilendirme beyan usulü ile olduğundan vergi avantajı söz konusudur.

# Eurobond Çeşitleri

## Düz Tahviller

\*\*1000\$  
değerinde ve 15  
yıl vadeli  
\*\*vade X  
iskonto oranı

## Dalgalı Borç Senetleri

\*\*LIBOR faiz  
oranı ve  
ortalama 5-7  
vade  
\*\*genel alıcı  
profili bankalar

## Konvertibl Tahviller

\*\* tahvili, ihraççı  
firmanın pay  
senetlerine  
dönüştürülebilir  
\*\* öz sermaye  
artırabilme

## Birden Fazla Para Br. İçeren Tahviller

\*\*farklı  
birimlerde  
kupon ödemesi  
ve itfa imkanı  
\*\* bazen vade  
içerisinde para  
birimini  
değiştirebilme

# Euro Tahvil Piyasalarının Tarihi

- \* Parasal birliğin ardından birçok Avrupa ülkesi yurt içi yatırımlara yönelmiş, yabancıların borçlanmalarına sınırlamalar getirilmiş ve euro tahvil piyasalarının temeli atılmıştır.
- 1969: Uluslar Arası Tahvil Satıcıları Birliği Kurulmuş
- 1989: ilk euro tahvil ihracı (Dünya Bankası, 10 yıl vade, tutarı 1,5 milyar ABD doları )



# Piyasanın Genel Yapısı

Yönetici(öncü)  
Banka

Tahvilin işlem  
gördüğü ülke  
temsilcisi  
banka/kişi

Tahvilin işlem  
gördüğü ülke  
temsilcisi  
banka/kişi

.....

Tahvilin işlem  
gördüğü ülke  
temsilcisi  
banka/kişi



- \* **Yüklenimciler:** (çeşitli ülkelere mensup ticaret ve yatırım bankaları~konsorsiyum/kredi sendikasyonu + aracı menkul değer firmaları)

Tahvilin aynı anda farklı piyasalara arzı ve tahvile taleplerin ortak bölgede toplanması

- \* **Yönetici Banka:** Arz talep dengesinin sağlanması ve optimum koşulların oluşması



\* Euro tahvillerde başarıyı etkileyen unsurlar:

- İhracın zamanı
- Yatırımcıların elde edebileceği net getiri
- Tahvilin fiyatlaması
- Piyasa ve yatırımcı hareketlerinin doğru analizi
- Tahvilin para birimi

# İMKB Tahvil ve Bono Piyasası

- \* Çoklu fiyat-sürekli müzayede sistemi
- \* Alışlar  $\geq$  Satışlar olacak şekilde işlemler yürütülür.
- \* Üyelere max alış fiyatı ve min satış fiyatı iletilir.
- \* Takasbank nakit ve menkul kıymet takasını menkul kıymet tanımı, valör ve döviz birimi bazında netleştirme yaparak gerçekleştirmekle yükümlüdür.

# Euro Tahvil Yatırımcısı

- \* Profesyonel, piyasaları takip eden, bilgili
- \* Uzun vadeli yatırım planları olan  
Kişi ve kurumlardır.
- \* Yatırımcı ilişkileri programı kapsamında Institute of International Finance yatırımcılara yol gösterici raporlar yayınlamaktadırlar.

# İkincil Piyasalardaki Gelişmeler

- \* İkincil piyasalar, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü piyasalardır.
- \* Küresel finansal kriz ortamlarında ülkelerin tahvil getirilerinde düşüşler gözlenmektedir.
- \* İkincil piyasaların varlığı, tahvil sahibi için likiditeyi sağlayan bir araç olması ve birincil piyasaların etkin olarak çalışabilmesi açısından önem arz etmektedir.
- \* Tahvillerin getirilerini göz önünde bulundurarak ülkelerin tahvil piyasasını değerlendirmede JP Morgan EMBI+ ve onun alt segmenti kıstas olarak alınmaktadır.