

Rekabet Kurumu Başkanlığından

REKABET KURULU KARARI

Dosya Sayısı : 2023-4-027 (Önaraştırma)
Karar Sayısı : 25-11/250-129
Karar Tarihi : 20.03.2025

A. TOPLANTIYA KATILAN ÜYELER

Başkan : Birol KÜLE
Üyeler : Ahmet ALGAN (İkinci Başkan), Şükran KODALAK,
Hasan Hüseyin ÜNLÜ, Ayşe ERGEZEN,
Cengiz ÇOLAK, Rıdvan DURAN

B. RAPORTÖRLER : Bilge YILMAZ, Alican ŞENTÜRK, Ayberk GÜLTEKİN,
Bengisu ÇAYAN, Sadiye Sıla BAKIRCI, Esranur DOĞAN

C. BAŞVURUDA

BULUNAN : - Gizlilik talebi bulunmaktadır.

D. HAKKINDA İNCELEME

- YAPILANLAR** : - Bank of America Corporation
100 North Tryon Street Charlotte, North Carolina 28255, The USA
- Bank of America Yatırım Bank AŞ
Temsilcileri: Av. Şahin ARDIYOK, Av. Armanç CANBEYLİ,
Av. M. Furkan KAYA
Büyükdere Cad. Bahar Sok. No:13 River Plaza Kat:11-12
34394 Levent/İstanbul
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
Plaza de San Nicolás, 4 48005 Bilbao Vizcaya, Spain
- Türkiye Garanti Bankası AŞ
Levent Nispetiye Mah. Aytar Cad. No:2 34340
Beşiktaş/İstanbul
- Garanti Yatırım Menkul Kıymetler AŞ
Nispetiye Mah. Barbaros Bulvarı, Çiftçi Towers N Blok No:96
İç Kapı:256 Beşiktaş/İstanbul
- Banco Santander SA
CGS Av. Cantabria s/n 28660 Boadilla del Monte, Madrid,
Spain
- Barclays Bank PLC
1 Churchill Place, London E14 5HP/The UK
- Barclays Bank PLC Türkiye Temsilcilik Ofisi
Temsilcileri: Av. Umut GÜRGEY, Av. Berkan TOMAY,
Av. İpek İNCE
River Plaza Kat:17, Büyükdere Cad. Bahar Sok. No:13
Levent/İstanbul
- BNP Paribas SA
16, boulevard des Italiens 75009 Paris, France
- BNP Paribas Asset Management Holding SA

- 8, Rue du Port 92000 Nanterre, France
- Türkiye Ekonomi Bankası AŞ
Temsilcileri: Av. H. Ercüment ERDEM,
Av. Mert KARAMUSTAFAOĞLU, Av. Merve BAKIRCI,
Av. Aslı Su ÇORUK
Ferko Signature Büyükdere Cad. No:175/3 Esentepe,
Şişli/İstanbul
- TEB Yatırım Menkul Değerler AŞ
Temsilcileri Av. H. Ercüment ERDEM, Av. Piraye ERDEM,
Av. Mert KARAMUSTAFAOĞLU, Av. Aslı Su ÇORUK,
Av. Merve BAKIRCI
Ferko Signature Büyükdere Cad. No:175/3 Esentepe,
Şişli/İstanbul
- Citibank NA
388 Greenwich Street New York, NY 10013, The USA
- Citibank AŞ
Temsilcileri: Av. Gönenç GÜRKAYNAK,
Av. K. Korhan YILDIRIM, Av. Görkem YARDIM,
Av. Meryem Ceren DURAK, Av. İlayet Aydeniz BAYTAŞ
Çitlenbik Sokak, No:12, Yıldız Mahallesi, Beşiktaş/İstanbul
- Citi Menkul Değerler AŞ
Tekfen Tower, Eski Büyükdere Cad. No:209 Levent/İstanbul
- Commerzbank AG
D-60261 Frankfurt am Main, Germany
- Commerzbank Türkiye Temsilciliği
Temsilcileri: Av. Gönenç GÜRKAYNAK, Av. İsmail Baran Can
YILDIRIM, Av. Büşra KİRİŞÇİOĞLU YARDIM
Çitlenbik Sokak, No:12, Yıldız Mahallesi, Beşiktaş/İstanbul
- Crédit Agricole SA
12 place des Etats-Unis 92545 Montrouge cedex, France
- Credit Suisse AG
Uetlibergstrasse 231, P.O. Box 700, CH 8070 Zurich,
Switzerland
- Credit Suisse İstanbul Menkul Değerler AŞ
Temsilcileri: Av. Serdar PAKSOY,
Av. Mehmet Togan TURAN, Av. Sera SOMAY,
Av. Büşra AKTÜRE, Av. Ece BEZMEZ
Orijin Maslak, Eski Büyükdere Caddesi No:27 K:11 Maslak
34485 İstanbul
- DenizBank AŞ
Büyükdere Cad. Torun Tower No:141 Esentepe, Şişli/İstanbul
- Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ
Büyükdere Cad. Torun Tower No:141 Esentepe, Şişli/İstanbul
- Deutsche Bank AG
Taunusanlage 12, 60325 Frankfurt am Main, Germany

- Deutsche Bank AŞ
Temsilcileri: Av. İsmail Yılmaz ASLAN,
Av. Dilay YEŞİLYAPRAK, Av. Orhan ÜNAL, Av. Ece TANER,
Av. Ali Mert ŞAHAN
Gazi Umur Paşa Sokak, Bimar Plaza 38/8, Balmumcu, 34349,
Beşiktaş/İstanbul
- HSBC Bank PLC
8 Canada Square, London, E14 5HQ, The United Kingdom
- HSBC Bank AŞ
Temsilcileri: Av. Şahin ARDIYOK, Av. Bora İKİLER,
Av. Mehmet SALAN, Av. Cansu PEKER
Büyükdere Cad. Bahar Sok. No:13 River Plaza Kat:11-12
34394 Levent/İstanbul
- HSBC Yatırım Menkul Değerler AŞ
Temsilcileri: Av. Şahin ARDIYOK, Av. Bora İKİLER,
Av. Mehmet SALAN, Av. Cansu PEKER
Büyükdere Cad. Bahar Sok. No:13 River Plaza Kat:11-12
34394 Levent/İstanbul
- ICBC Standard Bank PLC
20 Gresham Street London EC2V 7JE, The United Kingdom
- ING Bank NV
Bijlmerdreef 106, 1102CT, Amsterdam, Netherlands
- ING Bank AŞ
Temsilcisi: Av. Turgan GÜRMEN
Fener Kalamış Cad. 12/15 43726 Kadıköy/İstanbul
- ING Yatırım Menkul Değerler AŞ
Temsilcisi: Av. Turgan GÜRMEN
Fener Kalamış Cad. 12/15 43726 Kadıköy/İstanbul
- JPMorgan Chase&Co
383 Madison Avenue New York, NY 10179-0001, The USA
- J.P. Morgan Chase Bank, National Association Merkezi
Columbus, Ohio, İstanbul Türkiye Şubesi
Temsilcileri: Av. Gönenç GÜRKAYNAK,
Av. Osman Onur ÖZGÜMÜŞ, Av. Efe OKUR
Çitlenbik Sokak, No:12, Yıldız Mahallesi, Beşiktaş/İstanbul
- JP Morgan Menkul Değerler AŞ
Büyükdere Cad. No:185 Kanyon Ofis Binası Kat:8
Levent/İstanbul
- Lloyds Bank PLC
25 Gresham Street, London EC2V 7HN, The United Kingdom
- Mizuho Bank Ltd.
30 Old Bailey, London EC4M 7AU, The United Kingdom

- Mizuho Bank Ltd. İstanbul Temsilciliği
Temsilcileri: Av. Gönenç GÜRKAYNAK, Av. Ali Kağan UÇAR,
Av. Uzun Gökem YILDIZ, Av. Göksu KIRİBRAHİM
Çitlenbik Sokak, No:12, Yıldız Mahallesi, Beşiktaş/İstanbul
- Morgan Stanley&Co. International PLC
1585 Broadway New York, NY 10036, The USA
- Morgan Stanley Menkul Değerler AŞ
Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity İş Merkezi A Blok Kat:24
34330 Levent/İSTANBUL
- Natixis SA
7 Promenade Germaine Sablon 75013 Paris, France
- Societe Generale SA
29 Boulevard Haussmann 75009 Paris, France
- Societe Generale Paris Merkezi Fransa İstanbul Türkiye Merkez Şubesi
Temsilcileri: Av. İsmail Gökhan ESİN,
Av. Murat Hakan ÖZGÖKÇEN, Av. Esen ERGÜL,
Av. Can Sarp ÖZCAN
Ebulala Mardin Cad. Gül Sok. No:2 Maya Park Tower 2,
Akatlar Beşiktaş/İstanbul
- Sumitomo Mitsui Banking Corporation
1-1-2, Marunouchi, Chiyoda-ku, Tokyo, Japan
- Sumitomo Mitsui Banking Corporation İstanbul Temsilciliği
Temsilcileri: Dr. Mehmet Fevzi TOKSOY, Av. Bahadır BALKI,
Erdem AKTEKİN, Av. Nabi Can ACAR, Av. Helin YÜKSEL
Tekkeci Sok. No:3-5 34345 Arnavutköy Beşiktaş/İstanbul
- UniCredit SpA
Head Office in Milan Piazza Gae Aulenti 3 - Tower A 20154
Milano, Italy
- Yapı ve Kredi Bankası AŞ
Yapı Kredi Bankası D Blok Levent 34330 Beşiktaş/İstanbul
- Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler AŞ
Levent Mah. Cömert Sk. No:1 A Blok Beşiktaş 34330 İstanbul

- (1) **E. DOSYA KONUSU:** Özel sektör borçlanma araçlarının birincil ve ikincil piyasalardaki işlemleri sürecinde faaliyet gösteren sermaye piyasası kuruluşları arasında rekabete hassas bilgilerin paylaşılması suretiyle 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un 4. maddesinin ihlal edildiği iddiası.
- (2) **F. DOSYA EVRELERİ:** Rekabet Kurumu (Kurum) kayıtlarına (.....) tarih ve (.....) sayı ile intikal eden ve (.....) tarihli ve (.....) sayılı yazı ile eksiklikleri tamamlanan başvuruda; (.....) adına Avrupa özel sektör tahvilleri (ÖST) piyasasında faaliyet gösteren bazı bankalar ve ilgili sürece dâhil olan bazı teşebbüsler arasında; kamuya açıklanmamış, devam eden veya geçmişe yönelik tahvil işlemlerine ilişkin duyuruların zamanlaması, fiyatlandırma parametreleri ve performans göstergeleri gibi geçmişe ve/veya geleceğe ilişkin rekabete duyarlı bilgilerin düzenli olarak paylaşılması suretiyle 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un (4054 sayılı Kanun) 4. maddesinin ihlal

edildiği gerekçesiyle başvuruda bulunulmuştur. Başvuru kapsamında (.....) tarafından sunulan ek beyan dilekçeleri (.....) tarih ve (.....) sayı, (.....) tarih ve (.....) sayı, (.....) tarih ve (.....) sayı ve (.....) tarih ve (.....) sayı ile Kurum kayıtlarına intikal etmiştir. Bunun üzerine 19.09.2023 tarihli ve 2023-4-027/İİ sayılı İlk İnceleme Raporu, Rekabet Kurulunun (Kurul) 21.09.2023 tarihli toplantısında görüşülmüş; dosya konusu iddialara yönelik olarak 4054 sayılı Kanun'un 40. maddesinin birinci fıkrası uyarınca önaraştırma yapılmasına 23-45/854-M sayı ile karar verilmiştir.

(3)

(.....TİCARİ SIR.....)

- (4) Anılan Kurul kararı uyarınca başlatılan önaraştırma çerçevesinde 26.09.2023, 27.09.2023, 28.09.2023 ve 29.09.2023 tarihlerinde Citibank AŞ (CITIBANK TÜRKİYE), Citi Menkul Değerler AŞ (CITI MENKUL), Odea Bank AŞ (ODEABANK), TEB Yatırım Menkul Değerler AŞ (TEB YATIRIM), UBS Switzerland AG Türkiye Temsilciliği (UBS TÜRKİYE), Credit Industriel Et Commercial Türkiye Temsilciliği (CIC TÜRKİYE), Yapı ve Kredi Bankası AŞ (YAPI KREDİ BANKASI), Garanti Yatırım Menkul Kıymetler AŞ (GARANTİ YATIRIM), MUFG Bank Turkey AŞ (MUFG TÜRKİYE), Barclays Bank PLC Türkiye Temsilciliği (BARCLAYS TÜRKİYE), Mizuho Bank Ltd. İstanbul Temsilciliği (MIZUHO TÜRKİYE), Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ (DENİZ YATIRIM), DenizBank AŞ (DENİZBANK), JP Morgan Menkul Değerler AŞ (JP MORGAN MENKUL), J.P. Morgan Chase Bank, National Association Merkezi Columbus, Ohio, İstanbul Türkiye Şubesi (JP MORGAN TÜRKİYE), Türkiye Ekonomi Bankası AŞ (TEB), Intesa Sanpaolo SPA İtalya İstanbul Merkez Şubesi (INTESA TÜRKİYE), ING Yatırım Menkul Değerler AŞ (ING YATIRIM), HSBC Bank AŞ (HSBC TÜRKİYE), HSBC Yatırım Menkul Değerler AŞ (HSBC YATIRIM), Deutsche Bank AŞ (DEUTSCHE BANK TÜRKİYE), Credit Suisse İstanbul Menkul Değerler AŞ (CREDIT SUISSE TÜRKİYE), Bank of America Yatırım Bank AŞ (BANK OF AMERICA TÜRKİYE), QNB Finans Yatırım Menkul Değerler AŞ (QNB YATIRIM), Morgan Stanley Menkul Değerler AŞ (MORGAN STANLEY TÜRKİYE), Sumitomo Mitsui Banking Corporation İstanbul Temsilciliği (SMBC TÜRKİYE), QNB Finansbank AŞ (QNB FİNANSBANK), Standard Chartered Yatırım Bankası Türk AŞ (STANDARD CHARTERED TÜRKİYE), ING Bank AŞ (ING BANK TÜRKİYE), Türkiye Garanti Bankası AŞ (GARANTİ BANKASI), Commerzbank Türkiye Temsilciliği (COMMERZBANK TÜRKİYE), ABC International Bank PLC Türkiye Temsilciliği (ABC TÜRKİYE), Yapı Kredi Yatırım Menkul AŞ (YAPI KREDİ YATIRIM), Societe Generale (SA) Paris Merkezi Fransa İstanbul Türkiye Merkez Şubesinde (SOCIETE GENERALE TÜRKİYE) yerinde incelemeler gerçekleştirilmiş ve söz konusu teşebbüslerden bilgi ve belge talebinde bulunulmuştur.
- (5) Söz konusu bilgi ve belgelerin Kurum kayıtlarına intikaline ilişkin JP MORGAN TÜRKİYE, COMMERZBANK TÜRKİYE, CITIBANK TÜRKİYE, STANDARD CHARTERED TÜRKİYE, MORGAN STANLEY TÜRKİYE, INTESA TÜRKİYE, ABC TÜRKİYE, BANK OF AMERICA TÜRKİYE, QNB FİNANSBANK, ODEABANK, YAPI KREDİ BANKASI VE YAPI KREDİ YATIRIM, SOCIETE GENERALE TÜRKİYE, QNB YATIRIM, GARANTİ BANKASI VE GARANTİ YATIRIM, MIZUHO TÜRKİYE, BARCLAYS TÜRKİYE, SMBC TÜRKİYE, UBS TÜRKİYE ve CREDIT SUISSE

TÜRKİYE tarafından sunulan süre uzatım taleplerine karşılık 11.10.2023 tarihine kadar taraflara ek süre tanınmıştır.

- (6) Bahse konu bilgi ve belge taleplerine istinaden JP MORGAN TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 29.09.2023 tarih ve 43020 sayı, 12.10.2023 tarih ve 43486 sayı ile, TEB tarafından sunulan cevabi yazı 05.10.2023 tarih ve 43231 sayı, 05.10.2023 tarih ve 43234 sayı ile, TEB YATIRIM tarafından sunulan cevabi yazılar 05.10.2023 tarih ve 43233 sayı, 05.10.2023 tarih ve 43235 sayı, 20.10.2023 tarih ve 43743 sayı ile, ING YATIRIM tarafından sunulan cevabi yazı 06.10.2023 tarih ve 43297 sayı ile, ING BANK TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 29.09.2023 tarih ve 43047 sayı, 06.10.2023 tarih ve 43303 sayı ile, DEUTSCHE BANK TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazı 06.10.2023 tarih ve 43307 sayı ile, DENİZ YATIRIM tarafından sunulan cevabi yazı 06.10.2023 tarih ve 43332 sayı ile, CITIBANK TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 02.10.2023 tarih ve 43081 sayı, 06.10.2023 tarih ve 43299 sayı, 12.10.2023 tarih ve 43481 sayı ile, COMMERZBANK TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 03.10.2023 tarih ve 43171 sayı, 03.10.2023 tarih ve 43170 sayı, 11.10.2023 tarih ve 43465 sayı ile, MUFG TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 05.10.2023 tarih ve 43271 sayı, 11.10.2023 tarih ve 43423 sayı ile, BANK OF AMERICA TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 06.10.2023 tarih ve 43315 sayı, 12.10.2023 tarih ve 43477 sayı, 11.10.2023 tarih ve 43468 sayı ile, MIZUHO TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 09.10.2023 tarih ve 43367 sayı, 10.10.2023 tarih ve 43379 sayı, 11.10.2023 tarih ve 43458 sayı ile, DENİZBANK tarafından sunulan cevabi yazı 10.10.2023 tarih ve 43418 sayı ile, SMBC TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 11.10.2023 tarih ve 43421 sayı, 11.10.2023 tarih ve 43429 sayı, 23.10.2023 tarih ve 43789 sayı ile, QNB FİNANSBANK tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43429 sayı ile, ODEABANK tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43443 sayı ile, ABC TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43448 sayı ile, INTESA TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43457 sayı ile, GARANTİ BANKASI tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43463 sayı ile, HSBC TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 12.10.2023 tarih ve 43476 sayı, 11.10.2023 tarih ve 43472 sayı ile, BARCLAYS TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazı 12.10.2023 tarih ve 43475 sayı ile, HSBC YATIRIM tarafından sunulan cevabi yazılar 11.10.2023 tarih ve 43471 sayı ile ve 12.10.2023 tarih ve 43480 sayı ile, STANDARD CHARTERED TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43469 sayı ile, SOCIETE GENERALE TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 12.10.2023 tarih ve 43479 sayı, 12.10.2023 tarih ve 43483 sayı, 24.10.2023 tarih ve 43815 sayı ile, GARANTİ YATIRIM tarafından sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43464 sayı ile, CREDIT SUISSE TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazılar 12.10.2023 tarih ve 43485 sayı ile, YAPI KREDİ YATIRIM tarafından sunulan cevabi yazılar 12.10.2023 tarih ve 43484 sayı, 12.10.2023 tarih ve 43491 sayı ile, YAPI KREDİ BANKASI tarafından sunulan cevabi yazılar 12.10.2023 tarih ve 43482 sayı, 12.10.2023 tarih ve 43490 sayı ile, QNB YATIRIM sunulan cevabi yazı 11.10.2023 tarih ve 43439 sayı ile, UBS TÜRKİYE tarafından sunulan cevabi yazı 13.10.2023 tarih ve 43453 sayı ile, MORGAN STANLEY TÜRKİYE tarafından gönderilen cevabi yazı 17.10.2023 tarih ve 43609 sayı ile Kurum kayıtlarına intikal etmiştir.
- (7) İlgili karar uyarınca düzenlenen 25.10.2023 tarihli ve 2023-4-027/ÖA sayılı Öneri Raporu, Kurulun 09.11.2023 tarihli toplantısında görüşülmüş ve ABC TÜRKİYE, CIC TÜRKİYE, INTESA TÜRKİYE, MUFG TÜRKİYE, ODEABANK, QNB FİNANSBANK, QNB YATIRIM, STANDARD CHARTERED TÜRKİYE ve UBS

TÜRKİYE hakkında soruşturma açılmamasına 23-53/1009-367 sayı ile; ayrıca incelenen diğer teşebbüslerle ilgili iddialar bakımından ise ek çalışma yapılmak üzere dosya konusunun Kurul gündeminde incelemeye alınmasına 23-53/1009-M sayı ile karar verilmiştir.

- (8) Ek çalışma sürecinde (.....) bilgi ve belge taleplerine istinaden (.....) sunulan cevabi yazılar; (.....) tarih ve (.....) sayı, (.....) tarih ve (.....) sayı, (.....) tarih ve (.....) sayı, (.....) tarih ve (.....) sayı, (.....) tarih ve (.....) sayı ve (.....) tarih ve (.....) sayı ile Kurum kayıtlarına intikal etmiştir.
- (9) CREDIT SUISSE TÜRKİYE tarafından gönderilen cevabi yazılar 10.11.2023 tarih ve 44554 sayı, 13.11.2023 tarih ve 44577 sayı ile, UBS TÜRKİYE tarafından gönderilen cevabi yazı 14.11.2023 tarih ve 44659 sayı ile, BANK OF AMERICA TÜRKİYE tarafından gönderilen cevabi yazılar 29.11.2023 tarih ve 45540 sayı, 06.12.2023 tarih ve 45714 sayı ile Kurum kayıtlarına intikal etmiştir. Ek olarak, yine ek çalışma sürecinde Osmanlı Portföy Yönetimi AŞ (OSMANLI PORTFÖY), Pardus Portföy Yönetimi AŞ, Tacirler Portföy Yönetimi AŞ (TACİRLER PORTFÖY), İntegral Yatırım Menkul Değerler AŞ (İNTEGRAL), Rota Portföy Yönetimi AŞ (ROTA PORTFÖY), Azimut Portföy Yönetimi AŞ (AZİMUT PORTFÖY), İstanbul Portföy Yönetimi AŞ (İSTANBUL PORTFÖY) ve Re-Pie Portföy Yönetimi AŞ'den (RE-PIE PORTFÖY) 28.05.2024 tarih ve 90052 sayı, 28.05.2024 tarih ve 90051 sayı ile bilgi ve belge talebinde bulunulmuştur. Söz konusu bilgi ve belge taleplerine ilişkin İSTANBUL PORTFÖY tarafından gönderilen cevabi yazı 10.06.2024 tarih ve 52809 sayı ile, RE-PIE PORTFÖY tarafından gönderilen cevabi yazı 20.06.2024 tarih ve 53138 sayı ile, OSMANLI PORTFÖY tarafından gönderilen cevabi yazı 24.06.2024 tarih ve 53203 sayı ile, ROTA PORTFÖY tarafından gönderilen cevabi yazı 24.06.2024 tarih ve 53205 sayı ile, TACİRLER PORTFÖY tarafından gönderilen cevabi yazı 25.06.2024 tarih ve 53250 sayı ile, AZİMUT PORTFÖY tarafından gönderilen cevabi yazı 26.06.2024 tarih ve 53274 sayı ile, İNTEGRAL tarafından gönderilen cevabi yazı 12.03.2025 tarih ve 64623 sayı ile Kurum kayıtlarına intikal etmiştir. Öte yandan, aynı süreçte çeşitli portföy yönetim şirketleri ile toplantılar da gerçekleştirilmiştir.
- (10) GARANTİ BANKASI'ndan 02.12.2024 tarih ve 101597 sayı ile, YAPI KREDİ YATIRIM'dan 02.12.2024 tarih ve 101596 sayı ile, CITIBANK TÜRKİYE'den 02.12.2024 tarih ve 101595 sayı ile, TEB YATIRIM'dan 02.12.2024 tarih ve 101594 sayı ile bilgi ve belge talebinde bulunulmuştur. Bahse konu bilgi ve belge talebine ilişkin GARANTİ BANKASI tarafından gönderilen cevabi yazı 09.12.2024 tarih ve 59931 sayı ile, TEB YATIRIM tarafından gönderilen cevabi yazı 13.12.2024 tarih ve 60153 sayı ile, CITIBANK TÜRKİYE tarafından gönderilen cevabi yazı 16.12.2024 tarih ve 60232 sayı ile, YAPI KREDİ YATIRIM tarafından gönderilen cevabi yazılar ise 18.12.2024 tarih ve 60376 sayı, 12.03.2025 tarih ve 64622 sayı ile Kurum kayıtlarına intikal etmiştir.
- (11) Aynı süreçte (.....) ve (.....) ile çeşitli tarihlerde birçok toplantı yapılmıştır. 31.01.2025 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (.....) ile bir görüşme gerçekleştirilmiş ve bu görüşmeye istinaden SPK'den bilgi ve belge talebinde bulunulmuştur. Düzenlenen 17.03.2025 tarihli ve 2023-4-027/BN-02 sayılı Ek Çalışma Raporu, Kurulun 20.03.2025 tarihli toplantısında görüşülerek karara bağlanmıştır.
- (12) **G. RAPORTÖR GÖRÜŞÜ:** İlgili raporda, özel sektör tahvilleri pazarında 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un 4. maddesini ihlal ettiklerine yönelik haklarında şüphe oluşturacak herhangi bir bulguya ulaşılmadığı, dolayısıyla bahse konu teşebbüsler hakkında 4054 sayılı Kanun'un 41. maddesi kapsamında soruşturma açılmasına gerek olmadığı kanaatine ulaşılmıştır.

H. İNCELEME VE DEĞERLENDİRME

H.1. İncelenen Teşebbüsler Hakkında Bilgi

H.1.1. Bank of America Corporation¹

- (13) Merkezi ABD’de bulunan Bank of America Corporation, geliri çeşitli ayrımlara göre sınıflandırılan teşebbüslere; küresel kurumsal bankacılık, yatırım bankacılığı, alım satım faaliyetlerine dair küresel marketler gibi farklı alanlara yönelik ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.2 Bank of America Yatırım Bank AŞ²

- (14) Merkezi ABD’de bulunan ve geliri çeşitli ayrımlara göre sınıflandırılan teşebbüslere bankacılık ürün ve hizmetleri, global kurumsal ve yatırım bankacılığı, alım satım faaliyetlerine yönelik küresel marketlere ilişkin işlemler gibi çeşitli hizmetler sunan Bank of America’nın ortaklık yapısı içinde yer alan Bank of America Yatırım Bankası AŞ, 1991 yılından beri farklı ticaret unvanları ve işletme adları ile Türkiye’de faaliyet göstermektedir. Merrill Lynch Menkul Değerler AŞ’yi 2017 yılında devralmak suretiyle bünyesine katan BOFA tarafından; pay, paya dayalı türev araç, pay endekslerine dayalı türev araç, diğer türev araçlara yönelik işlem aracılığı ve sınırlı saklama sektörlerine ilişkin ürün ve hizmetler sunulmaktadır.

H.1.3 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA³

- (15) Merkezi İspanya’da yer alan ve 1857’de kurulan Banco Bilbao Vizcaya Argenteria SA (BBVA), küresel düzeyde ticaret, emtia finansmanı ve bankacılık gibi çeşitli sektörlerle ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.4 Türkiye Garanti Bankası AŞ⁴

- (16) Merkezi İstanbul’da bulunan hisselerinin %85,97’sine küresel düzeyde yatırım ve sermaye piyasası gibi çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren ve merkezi İspanya olan Banco Bibao Vizcaya Argentaria’nın sahip olduğu Türkiye Garanti Bankası AŞ kurumsal, ticari, KOBİ, bireysel, özel ve yatırım bankacılığı, ödeme sistemleri, bireysel emeklilik ve hayat sigortası, finansal kiralama, faktoring, yatırım ve portföy yönetimi alanlarındaki finansal iştirakleri aracılığıyla söz konusu alanlara ilişkin ürün ve hizmet sunmaktadır.

H.1.5 Garanti Yatırım Menkul Kıymetler AŞ⁵

- (17) Merkezi İstanbul’da bulunan ve hisselerinin tamamı Türkiye Garanti Bankası AŞ’ye ait olan Garanti Yatırım Menkul Kıymetler AŞ; şirket birleşme ve satın almaları, halka arzlar, özel sektör tahvil ihraçları ve özelleştirme danışmanlığı yanı sıra yurt içi ve yurt dışı sermaye piyasası aracılık faaliyetleriyle takas ve saklama alanlarında ürün ve hizmet sunmaktadır.

¹ <https://about.bankofamerica.com/en/our-company> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

² <https://www.ml.com.tr/>, <https://about.bankofamerica.com/en> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³ <https://garantibank.eu/profile> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁴ <https://www.garantibbva.com.tr/yatirimci-iliskileri> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁵ <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda/garanti-bbva-yatirimi-taniyin/garanti-bbva-yatirim>, <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/1304-garanti-yatirim-menkul-kiymetler-a-s> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

H.1.6. Banco Santander SA⁶

- (18) 1857’de kurulan ve merkezi İspanya’da bulunan Banco Santander SA, bireysel ve kurumsal müşterileri için finansal hizmetler sunmakta ve bu çerçevede faaliyetlerini; Avrupa, Kuzey Amerika ve Güney Amerika bölgelerinde sürdürmektedir.

H.1.7 Barclays Bank PLC⁷

- (19) Merkezi İngiltere’de bulunan Barclays Bank PLC; banka ve mevduat hesaplarına yönelik işlemler, küresel pazarlar, borçlanma ve tasarruf işlemleri, ipotek, kredi kartları, yatırım bankacılığı, araştırma ve sigortacılık sektörlerine ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.8 Barclays Bank PLC Türkiye Temsilcilik Ofisi⁸

- (20) Merkezi İngiltere’de bulunan Barclays Bank PLC; banka ve mevduat hesaplarına yönelik işlemler, borçlanma, tasarruf işlemleri, yatırım bankacılığı, küresel pazarlara ilişkin işlemler, araştırma ve sigortacılık gibi sektörlerde faaliyet göstermektedir. Barclays Bank PLC, Türkiye’deki faaliyetlerini ise Barclays Bank PLC Türkiye Temsilcilik Ofisi aracılığıyla sürdürmektedir.

H.1.9 BNP Paribas SA⁹

- (21) Merkezi Fransa’da bulunan BNP Paribas SA; kurumsal bankacılık, ticari bankacılık, bireysel bankacılık, yatırım ve koruma hizmetleri gibi çeşitli sektörlerle yönelik ürün ve hizmetler sunmaktadır. Bu çerçevede grup, bireysel, dernek, girişimci ve kurumsal olmak üzere farklı müşterilere yönelik çözümler geliştirmektedir.

H.1.10 BNP Paribas Asset Management Holding SA¹⁰

- (22) Merkezi Fransa’da bulunan BNP Paribas Asset Management SA; aktif stratejiler, gelişen piyasalar, özel varlıklar, çok varlıklı yatırım ve likidite çözümlerine ilişkin ürün ve hizmet sunarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu çerçevede küresel düzeyde analiz, puanlama ve araştırmalar neticesinde varlık yönetimine ilişkin çözümler geliştirilmektedir.

H.1.11 Türkiye Ekonomi Bankası AŞ¹¹

- (23) Bankacılık sektöründe faaliyet gösteren BNP Paribas Grubu, 2000 yılında merkezi Fransa olan mevduat bankası BNP ile uluslararası düzeyde faaliyet gösteren yatırım bankası Paribas’ın birleşmesi neticesinde kurulmuştur. BNP Paribas ile geliştirdiği ortaklık ile 1927 yılından beri Türkiye’de faaliyet gösteren Türkiye Ekonomi Bankası AŞ’nin ise hisselerinin %55’i TEB Holding AŞ’ye, %23,51’i BNPP Yatırımlar Holding AŞ’ye, %21,23’ü BNP Paribas Fortis Yatırımlar Holding AŞ’ye, geri kalan hisseleri BNP Paribas SA ve Kocaeli Ticaret Odasına aittir. Türkiye Ekonomi Bankası AŞ; kurumsal, KOBİ, hazine ve sermaye piyasaları, bireysel ve özel bankacılık gibi temel bankacılık faaliyetlerinin yanı sıra iştirakleri aracılığıyla yatırım, leasing, faktöring, sigorta ve portföy yönetimi alanlarında faaliyet göstermektedir.

⁶ <https://www.santander.com/es/home> Erişim Tarihi: (27.02.2025).

⁷ <https://www.barclays.co.uk/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁸ <https://www.barclays.co.uk/>, <https://www.cib.barclays/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁹ <https://group.bnpparibas/en/group/about-us> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

¹⁰ <https://www.bnpparibas-am.com/en/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

¹¹ <https://www.teb.com.tr/teb-hakkinda/tarihce/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025), 05.10.2023 tarihli ve 43231 sayılı cevabi yazı.

H.1.12 TEB Yatırım Menkul Değerler AŞ¹²

- (24) Merkezi İstanbul'da bulunan ve 1996 yılında faaliyetlerine başlayan TEB Yatırım Menkul Değerler AŞ, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş yatırım kuruluşu olarak "geniş yetkili aracı kurum" sıfatıyla faaliyetlerini yürütmektedir. Bu kapsamda işlem aracılığı, portföy aracılığı, yatırım danışmanlığı, halka arza aracılık, saklama hizmeti ve emir iletimine aracılık hizmetleri sunmaktadır. TEB Yatırım Menkul Değerler AŞ tarafından farklı müşteri gruplarına pay ve vadeli işlem piyasaları, borçlanma araçları piyasaları, yatırım fonları gibi sermaye piyasası araçlarıyla ilgili aracılık hizmetleri ile kurumsal finansman ve araştırma hizmetleri de sunulmaktadır.

H.1.13 Citibank NA¹³

- (25) Merkezi Amerika Birleşik Devletlerinde yer alan Citigroup bünyesindeki Citibank NA; hazine ve ticaret çözümleri, menkul kıymet hizmetleri, Amerika Birleşik Devletlerinde gerçekleştirilen bireysel bankacılık işlemleri gibi farklı sektörlere ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.14 Citibank AŞ¹⁴

- (26) Merkezi İngiltere'de bulunan Citibank UK Limited, Türkiye'deki faaliyetlerine 1975 yılında Citibank AŞ unvanı altında ve kurumsal bankacılık faaliyetleri çerçevesinde başlamıştır. 1998 yılında ticari bankacılık hizmetleri çerçevesinde süreci şekillendirmiş; kurumsal ve tüketici kredileri, hazine ürünleri, kurumsal finansman, nakit yönetimi, dış ticaret finansmanı, menkul kıymet saklama hizmetleri gibi çeşitli alanlarda hizmet sunmaya yönelmiştir. Hâlihazırda Citi şubeleri, CitiDirect Online İnternet Bankacılığı ve CitiService banka telefon kanalı aracılığıyla kurumsal ve ticari bankacılık hizmetleri sunmaktadır.

H.1.15 Citi Menkul Değerler AŞ¹⁵

- (27) Merkezi İstanbul'da bulunan ve Borsa İstanbul ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın üyesi olan Citi Menkul Değerler AŞ; menkul kıymetler, türev ürünlerinin alım ve satımı, aracılık ve araştırma faaliyetleri dâhil olmak üzere pek çok alanda çeşitli ürün ve hizmetler sunmuştur. Ancak hâlihazırda Citi Menkul'ün SPK lisans iade etme sürecinde olduğu, süreç tamamlandığında tasfiye işlemlerinin başlamasının planlandığı ve 01.06.2021 tarihli yönetim kurulu kararına istinaden faaliyetlerinin sona erdiği belirtilmektedir.

H.1.16 Commerzbank AG¹⁶

- (28) 1870 yılında Hamburg'ta kurulan Commerzbank AG; nakit hizmetleri, kurumsal bankacılık, varlık yönetimi, özel ve ticari müşterilere özgü çeşitli bankacılık ürün ve hizmetleri sunmaktadır. Bu çerçevede müşterilerine *Commerzbank* ve *condirect* markaları altında, mobil bankacılık ve fiziki şubeleri aracılığıyla hizmet geliştirmektedir.

¹² 05.10.2023 tarihli ve 43233 sayılı cevabi yazı.

¹³ <https://www.citigroup.com/global/businesses> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

¹⁴ <https://www.citibank.com.tr/hakimizda> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

¹⁵ <https://www.citimenkuldegerler.com/hakimizda.html> (Erişim Tarihi: 27.02.2025), Citi Türkiye ve Citi Menkul Yerinde İnceleme ve Bilgi İsteme Tutanağı.

¹⁶ <https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/konzern/konzern.html> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

H.1.17 Commerzbank Türkiye Temsilciliği¹⁷

- (29) 1870 yılında Hamburg'ta kurulan ve nakit hizmetleri, ticaret hizmetleri, bankacılık ürünleri ve pazar ürünleri sunan Commerzbank'ın Türkiye şubesi ve herhangi bir Türk bankası ile arasında doğrudan bir anlaşma bulunmamaktadır. Bununla birlikte Commerzbank Türkiye Temsilciliği İstanbul'da faaliyet göstermektedir.

H.1.18 Crédit Agricole SA¹⁸

- (30) Fransa merkezli Crédit Agricole grubunun kurumsal ve yatırım bankacılığı faaliyetlerini yürüten kolu olan Crédit Agricole SA, sermaye piyasaları ile yatırım ve kurumsal bankacılık alanlarında müşterilerine hizmet sunmaktadır. Crédit Agricole SA; Avrupa, Amerika, Asya Pasifik ve Orta Doğu'daki ülkelerde bulunan ağı aracılığıyla uluslararası pazarlardaki müşterilerine destek sağlamaktadır.

H.1.19 Credit Suisse AG

- (31) Credit Suisse AG, merkezi İsviçre'de kurulmuş olan küresel bir yatırım bankası ve finansal hizmetler şirkettir. 12 Haziran 2023 tarihinde UBS Group AG tarafından devralınan İsviçre merkezli Credit Suisse Group AG'nin tüm aktif ve pasifleri mevzuat hükümleri gereğince UBS Group AG'ye geçmiş, Credit Suisse Group AG infisah edilerek İsviçre Ticaret Sicili kayıtlarından terkin edilmiştir.
- (32) Bahsi geçen devralma akabinde, UBS Group AG; UBS AG ve Credit Suisse AG ünvanlı iki kuruluşu yönetmektedir. Her iki kuruluşun da kendi iştirakleri ve şubeleri faaliyet göstermeye, müşterilere hizmet vermeye ve karşı taraflarla işlem yapmaya devam etmektedir. Bu kapsamda Credit Suisse AG, UBS Group AG ile birlikte konsolide bir bankacılık grubu olarak faaliyet göstermektedir.

H.1.20 Credit Suisse İstanbul Menkul Değerler AŞ¹⁹

- (33) Merkezi İstanbul'da bulunan ve hisselerinin tamamı İsviçre menşeli Credit Suisse AG'ye ait olan Credit Suisse İstanbul Menkul Değerler AŞ, geniş yetkili aracı kurum yetki belgesi doğrultusunda sermaye piyasası ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket ana sözleşmesinin 3. maddesi uyarınca Credit Suisse, bu amacı gerçekleştirmek amacıyla mevduat toplamaya ve mevzuatın imkân verdiği haller hariç olmak kaydıyla ödünç para vermeye müncer olmamak üzere çeşitli iş ve işlemleri gerçekleştirebilmektedir.

H.1.21 DenizBank AŞ²⁰

- (34) Merkezi İstanbul'da bulunan ve paylarının tamamına, Emirates NBD Group'un küresel yatırım bankası olan Emirates NBD Bank PJSC'nin sahip olduğu DenizBank AŞ dijital bankacılık, hesap, kart, ödeme, kredi, ödeme, yatırım ve sigortacılık gibi çeşitli sektörlerle ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır. Finansal hizmetlere ilişkin faaliyetlerini tek çatı altında yürütmek üzere geliştirdiği DenizBank Finansal Hizmetler Grubu'nda ise DenizBank'ın yanı sıra Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ, Deniz Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ, Deniz Portföy Yönetimi AŞ, Deniz Finansal Kiralama AŞ, Deniz Faktoring AŞ, fastPay Elektronik Para ve Ödeme Hizmetleri AŞ, Intertech Bilgi İşlem

¹⁷ <https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/home/home.html> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

¹⁸ <https://www.credit-agricole.com/en/footer/head-office-credit-agricole> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

¹⁹ <https://www.credit-suisse.com/us/en/investment-banking/financial-regulatory/turkey-financials.html> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

²⁰ <https://www.emiratesnbd.com/en/corporate-and-institutional-banking/investment-banking>,

<https://www.emiratesnbd.com/en/about-emirates-nbd/about-us>,

<https://www.denizbank.com/hakkimizda/kisaca-denizbank> (Erişim Tarihi: 27.02.2025), 06.10.2023 tarihli ve 43330 sayılı cevabi yazı.

ve Pazarlama Ticaret AŞ, Neohub Teknoloji Yazılım Pazarlama ve Danışmanlık AŞ, Deniz Kültür Sanat Yayıncılık Ticaret ve Sanayi AŞ, Ekspres Gayrimenkul Turizm Yatırım İşletme ve Ticaret AŞ ve Açık Deniz Radyo ve Televizyon İletişim Yayıncılık Ticaret ve Sanayi AŞ'den oluşan yerli; Eurodeniz, DenizBank AG ve JSC DenizBank Moscow'dan oluşan yabancı iştirakler yer almaktadır.

H.1.22 Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ²¹

- (35) Merkezi İstanbul'da bulunan ve hisselerinin %99,99'u DenizBank AŞ'ye ait olan Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ, şirket ana sözleşmesinin 5. maddesi uyarınca; Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak amacıyla kurulmuştur. Bu bağlamda geniş yetkili aracı kurum niteliğini haiz olan Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ; işlem aracılığı, portföy aracılığı, yatırım danışmanlığı, kurumsal finansman hizmetleri, saklama faaliyetleri ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer faaliyetlerde bulunmaktadır.

H.1.23 Deutsche Bank AG²²

- (36) Merkezi Almanya'da bulunan Deutsche Bank AG, uluslararası düzeyde kurumsal ve ticari müşterilerine hizmet vermek üzere kurumsal bankacılık, yatırım bankacılığı, özel bankacılık ve varlık yönetimi gibi çeşitli sektörlerle ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.24 Deutsche Bank AŞ²³

- (37) Almanya menşeli Deutsche Bank AG bünyesi içinde yer alan, hisselerinin %99,99'u Deutsche Bank AG'ye ait olan ve merkezi İstanbul'da bulunan Deutsche Bank AŞ, Türkiye'de 1987 yılından beri bankacılık sektörüne ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır. 2004 yılına dek yatırım bankacılığı alanında faaliyet gösteren Deutsche Bank AŞ, 2004 yılında bankacılık lisans değişikliği ile ürün çeşitliliğini artırmış ve 2005 yılı itibarıyla kurumsal müşterilerine kurumsal nakit yönetimi, risk yönetimi ve takas hizmetleri çerçevesinde ürün ve hizmet sunmaya başlamıştır. 2015 yılı itibarıyla ise portföy aracılığı, sınırlı saklama ve genel saklama faaliyetleri bakımından da yetkilendirilen Deutsche Bank AŞ, devlet tahvili ve hazine bonusu gibi borçlanma araçlarının yanı sıra spot, döviz ürünlerinin alım satımı faaliyetlerinde bulunmakta ve finansal kurumların, sigorta şirketlerinin ve kurumsal firmaların döviz ve Türk Lirası spot ve vadeli alım satımına destek sunulması; banka müşterilerine kur ve faiz riski yönetimi politikalarına ilişkin destek sunulması; Deutsche Bank AG grup şirketlerinin müşterilerine ise sermaye piyasaları ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin çözüm ve hizmet sunulması gibi çeşitli alanlarda faaliyetlerini yürütmektedir.

H.1.25 HSBC Bank PLC²⁴

- (38) Merkezi İngiltere'de bulunan HSBC Bank PLC, küresel düzeyde bireysel bankacılık, ipotek işlemleri, geleceğe yönelik tasarruf hesapları, varlık yönetimi ürünleri, krediler, döviz ve ticaret finansmanı, proje finansmanı, borçlanma ve satın alma gibi çeşitli sektörlerle ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır.

²¹ 06.10.2023 tarihli ve 43332 sayılı cevabi yazı.

²² https://country.db.com/global/deutsche-bank?language_id=1 (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

²³ https://country.db.com/turkey/?language_id=1&kid=turkey.redirect-en.shortcut (Erişim Tarihi: 27.02.2025), 06.10.2023 tarihli ve 43307 sayılı cevabi yazı.

²⁴ <https://www.hsbc.com/who-we-are/businesses-and-customers> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

H.1.26 HSBC Bank AŞ²⁵

- (39) Türkiye’de ise 1990 yılından beri faaliyet gösteren HSBC Bank AŞ; kurumsal bankacılık ve yatırım bankacılığı, bireysel bankacılık ve yatırım hizmetleri alanlarında faaliyet göstermektedir. HSBC Türkiye tarafından sunulan hizmetler; şubeleri, telefon bankacılığı, ATM Bankacılığı ve dijital bankacılık kanalları aracılığıyla geliştirilmektedir.

H.1.27 HSBC Yatırım Menkul Değerler AŞ²⁶

- (40) Merkezi İstanbul’da bulunan ve HSBC Bank AŞ’nin iştiraki olan HSBC Yatırım Menkul Değerler AŞ; hisse senetleri piyasası, tahvil ve bono piyasası kesin alım satım pazarı, tahvil ve bono piyasası vadeli işlemler piyasalarında faaliyet göstermektedir. Bu bağlamda HSBC Yatırım; çeşitli işlem aracılığı faaliyetleri, yatırım danışmanlığı, aracılık yüklenimi, en iyi gayret aracılığı ve sınırlı saklama hizmeti alanlarında faaliyetlerini sürdürmektedir

H.1.28 ICBC Standard Bank PLC²⁷

- (41) 2015 yılında Industriel and Commercial Bank of China Limited tarafından Standard Bank PLC ve diğer uluslararası operasyonlar dahil olmak üzere Standard Bank PLC’nin merkezi Londra’da bulunan global piyasalar işine dair çoğunluk hisselerinin satın alınmasıyla Standard Bank PLC, ICBC Standard Bank PLC ticaret ünvanı altında ürün ve hizmet sunmaya başlamıştır. Hâlihazırda merkezi Londra’da yer alan ICBC Standard Bank PLC tarafından küresel düzeyde bankacılık ürün ve hizmetleri sunulmaktadır

H.1.29 ING Bank NV²⁸

- (42) Menşe ülkesi Hollanda olan ING Bank NV; tasarruflara, ödemelere, yatırımlara, kredilere ve ipoteklere ilişkin işlemler ile toptan bankacılık işlemleri kapsamında özel kredilendirme, özel kurumsal finansmanları, borçlar ve hisse senedi piyasası çözümleri, ödemeler, nakit yönetimi, ticaret ve hazine hizmetleri alanlarında faaliyet göstermektedir.

H.1.30 ING Bank AŞ²⁹

- (43) Menşe ülkesi Hollanda olan ve Türkiye pazarına 2007 yılında OYAK Grubu’ndan ayrılan OYAK Bank’ı devralmak suretiyle giriş yapan ING Bank AŞ; dijital bankacılık, özel bankacılık, krediler, mevduat/yatırım, kartlar, sigorta ve emeklilik, maaş ve kurum ödemeleri gibi bankaların faaliyet alanına giren hukuki muamele, fiil ve işlerin ifasına yönelik ürün ve hizmetler sunmaktadır. ING Bank AŞ faaliyetlerini, hisselerinin büyük çoğunluğu ING NV’ye ait olan ING European Financial Services Plc, ING Finansal Kiralama AŞ ve ING Menkul Değerler AŞ isimli iştirakleri aracılığıyla yürütmektedir.

H.1.31 ING Yatırım Menkul Değerler AŞ³⁰

- (44) Paylarının tamamı ING Bank AŞ’ye ait olan ve merkezi İstanbul’da bulunan ING Yatırım ve Menkul Değerler AŞ; sermaye piyasası ve ilgili mevzuat uyarınca emir iletimine aracılık, işlem aracılığı, sınırlı saklama hizmetleri, yatırım danışmanlığı hizmetleri,

²⁵ <https://www.hsbc.com.tr/hsbc-hakkinda/hsbc-turkiye> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

²⁶ <https://www.hsbcyatirim.com.tr/hsbc-yatirim-hakkinda/hsbc-yatirim/hsbc-yatirimi-kesfedin> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

²⁷ <https://www.icbcstandard.com/en/column/1438058489892454458.html> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

²⁸ <https://www.ing.com/About-us/ING-at-a-glance.htm> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

²⁹ <https://www.ing.com.tr/tr/sizin-icin/diger-urun-ve-hizmetler>, <https://www.ing.com/About-us/ING-at-a-glance.htm> (Erişim Tarihi: 27.02.2025), 06.10.2023 tarihli ve 43303 sayılı cevabi yazı.

³⁰ 06.10.2203 tarihli ve 43281 sayılı cevabi yazı.

aracılık yüklenimi suretiyle halka arza aracılık faaliyetleri çerçevesinde geniş yetkili aracı kurum olarak yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile izin verilen yan hizmetleri yerine getirmektedir.

H.1.32 JPMorgan Chase&Co³¹

- (45) JPMorgan Chase & Co; Avrupa, Orta Doğu ve Afrika bölgesinde faaliyet göstermekte olup Londra'da bulunan bölge genel merkezi aracılığıyla diğer finansal merkezlerde yer alan bölgesel ofislerle hizmetlerini koordine etmektedir. Bu çerçevede varlık yönetimi, ticari bankacılık, kredi ve finansman, yatırım bankacılığı, piyasa ve ödemeler, özel bankacılık, menkul kıymet hizmetleri ve varlık yönetimi gibi çeşitli sektörlerle ilişkin ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.33 JP Morgan Chase Bank, National Association Merkezi Columbus, Ohio, İstanbul Türkiye Şubesi³²

- (46) JPMorgan Chase&Co; Avrupa, Orta Doğu ve Afrika (EMEA) bölgesinde yaklaşık 200 yıldır faaliyet göstermekte olup Londra'da bulunan bölge genel merkezi aracılığıyla diğer finansal merkezlerde yer alan bölgesel ofislerle hizmetlerini koordine etmektedir. Küresel düzeyde farklı hükümetlere, kurumlara ve kuruluşlara çözüm önerileri sunan ve 1980 yılından beri Türkiye'de de faaliyet gösteren JP Morgan, kurumsal ve yatırım bankacılığı işkolları aracılığıyla kurumsal bankacılık, kurumsal finansman ve hazine alanlarında ürün ve hizmetler sunmaktadır.

H.1.34 JP Morgan Menkul Değerler AŞ³³

- (47) Merkezi İstanbul'da bulunan ve paylarının tamamı JP Morgan International Finance Limited'e ait olan JP Morgan Menkul Değerler AŞ, alım satım aracılığı ve türev araçların alım satımına aracılık yetkileri doğrultusunda sermaye piyasalarında aracılık faaliyetleri gerçekleştirmektedir.

H.1.35 Lloyds Bank PLC³⁴

- (48) 1765'te kurulan ve merkezi İngiltere'de bulunan Lloyds Bank PLC bankacılık ve finansal hizmetler alanında faaliyet göstermektedir.

H.1.36 Mizuho Bank Ltd³⁵

- (49) Menşe ülkesi Japonya olan ve Mizuho Financial Group bünyesinde bulunan Mizuho Bank Ltd, sınır ötesi danışmanlık, birleşme ve satın alma danışmanlığı, danışmanlık ve düzenleme hizmetleri, stratejik sermaye çözümleri ve danışmanlığı, kurumsal finans, türevler, sermaye piyasaları, ihracat finansmanı, finansal çözümler, uluslararası finans, proje finansmanı, kaldıraçlı finans, sendikasyon finansmanı ve ticaret finansı sektörlerinde, küresel pazarlarda portföy işlemlerinde, ticaret ve nakit yönetimi, fon yönetimi, küresel gözetim ve güvenlik ajansı ve araştırma sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Holding şirketi olan Mizuho Financial Group INC'in bünyesinde ise Mizuho Bank, Mizuho Securities, Mizuho Trust&Banking, Asset Management One, Mizuho Research&Technologies yer almakta olup Türkiye'deki faaliyetlerini Mizuho Bank Ltd. Türkiye Temsilciliği aracılığıyla sürdürmektedir.

³¹ <https://www.jpmorgan.com/TR/tr/about-us>, <https://www.jpmorgan.com/global> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³² <https://www.jpmorgan.com/TR/tr/about-us> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³³ <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/1281-j-p-morgan-menkul-degerler-a-s> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³⁴ <https://www.lloydsbank.com/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³⁵ <https://www.mizuhogroup.com/bank/what-we-do> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

H.1.37 Mizuho Bank Ltd. İstanbul Temsilciliği³⁶

- (50) Holding şirketi olan Mizuho Financial Group, Inc'in bünyesinde ise Mizuho Bank, Mizuho Securities, Mizuho Trust&Banking, Asset Management One, Mizuho Research&Technologies yer almakta olup söz konusu finansal teşebbüs, Türkiye'deki faaliyetlerini Mizuho Bank Ltd. İstanbul temsilciliği aracılığıyla sürdürmektedir.

H.1.38 Morgan Stanley&Co International PLC³⁷

- (51) Merkezi New York'ta bulunan ve 1935'de kurulan Morgan Stanley&Co International PLC, varlık yönetimi, yatırım bankacılığı ve sermaye piyasaları alanında küresel çapta faaliyet göstermektedir.

H.1.39 Morgan Stanley Menkul Değerler AŞ³⁸

- (52) Merkezi ABD'de yer alan ve varlık yönetimi, satış, ticaret, araştırma, yatırım yönetimi, sürdürülebilir yatırım gibi alanlarda faaliyetlerini yürüten Morgan Stanley; yatırım bankacılığı ve sermaye piyasalarına ilişkin faaliyetlerini ise birleşme, satın alma, yeniden yapılandırma, ilk halka arz, konvertibilite, hisse geri alımı, borç teklifi, türev ve daha fazla işleme yönelik ürün ve hizmetler sunmaktadır. Üst kuruluşları Morgan Stanley ve Morgan Stanley International Holdings Inc olan Morgan Stanley Menkul Değerler AŞ ise sermaye piyasalarında sahip olduğu lisanslar çerçevesinde 2012 yılından beri Türkiye'de faaliyet göstermektedir.

H.1.40 Natixis SA³⁹

- (53) Fransa merkezli Natixis SA; kurumsal ve yatırım bankacılığı, varlık ve servet yönetimi, finansal yatırımlar, ödemeler ve sigorta hizmetleri sunmaktadır. Natixis SA'nın Avrupa, Fransa, Avrupa Birliği, Amerika, Orta Doğu, Afrika, Asya ve Okyanusya bölgelerinde operasyonel varlığı da bulunmaktadır.

H.1.41 Societe Generale SA⁴⁰

- (54) Merkezi Fransa'da bulunan Societe Generale SA, bireysel ve kurumsal müşterilerine; borsalarının güvence altına alınması, tasarrufların korunup büyütülmesi, projelerin finanse edilmesi, günlük faaliyetlerin sürdürülmesi ve yenilikçi teknolojik hizmetlerin sunulmasına ilişkin çözümler geliştirmektedir. Bu çerçevede uluslararası bireysel bankacılık ve sigortacılık, uzun vadeli kiralama, kurumsal bankacılık ve yatırımcılık çözümleri, menkul kıymet işleri ve özel bankacılık ürün ve hizmetleri sunmaktadır.

H.1.42 Societe Generale Paris Merkezi Fransa İstanbul Türkiye Merkez Şubesi⁴¹

- (55) 1990 yılında operasyonel faaliyetlerine başlayan ve merkezi Fransa'da bulunan Societe Generale SA, Türkiye'deki faaliyetlerini; ihraççılar, yatırımcılar, kamu, şirketler ve finansal kuruluşlar arasında aracılık rolü üstlenen ve çeşitli finansal çözümler sunan Societe Generale Paris Merkezi Fransa İstanbul Türkiye Merkez Şubesi vasıtasıyla sürdürmektedir.

³⁶ <https://www.mizuhogroup.com/what-we-do> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³⁷ <https://www.morganstanley.com/what-we-do> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³⁸ <https://www.morganstanley.com/>, <https://www.morganstanley.com/about-us/global-offices/europe-middle-east-africa/turkey#locations> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

³⁹ <https://natixis.groupebpce.com/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁴⁰ <https://www.societegenerale.com/fr/le-groupe-societe-generale/activites> ((Erişim Tarihi:27.02.2025)

⁴¹ <https://www.societegenerale.com.tr/tr/hakkimizda/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

H.1.43 Sumitomo Mitsui Banking Corporation⁴²

- (56) Sumitomo Mitsui Banking Corporation unvanı ile faaliyet gösteren SMBC, Tokyo merkezli bir holding şirketi olan Sumitomo Mitsui Financial Group'un (SMFG) çekirdek üyesi olup Londra'daki bölgesel genel merkezi dahil olmak üzere Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da (EMEA) faaliyet göstermektedir. EMEA bölümünde yer alan SMBC Nikko Capital Markets Limited'in (SMBC Nikko) ise merkezi Londra'da bulunmakta ve şirket, piyasa analizi ve araştırması; birincil ve ikincil borç ve özkaynak menkul kıymetlerin komisyonculuğu, alımı ve satımı; birleşme ve satın almalarda danışmanlık; türev sözleşmelerinin pazarlanması, alımı ve satımı gibi çeşitli alanlarda faaliyet göstermektedir.

H.1.44 Sumitomo Mitsui Banking Corporation İstanbul Temsilciliği⁴³

- (57) Tokyo merkezli bir holding şirketi olan Sumitomo Mitsui Banking Corporation, Sumitomo Mitsui Financial Group'un çekirdek üyesi olup Londra'daki bölgesel genel merkezi dâhil olmak üzere Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da (EMEA) faaliyet göstermektedir. Türkiye'de de Sumitomo Mitsui Banking Corporation İstanbul Temsilciliği isimli temsilciliği bulunan teşebbüsün, türev ticareti yapan ve müşteriler için ismarlama hizmetler sunan SMBC Derivative Products Limited ve SMBC Capital Markets Asia Limited isimli yan kuruluşları bulunmaktadır.

H.1.45 UniCredit Bank AG⁴⁴

- (58) İtalya merkezli olan UniCredit Bank AG, başta İtalya olmak üzere Almanya, Orta ve Doğu Avrupa'da bireysel ve kurumsal müşterilerine bankacılık alanında hizmetler sunan bir ticaret bankasıdır.

H.1.46 Yapı ve Kredi Bankası AŞ⁴⁵

- (59) Merkezi İstanbul'da bulunan ve bireysel, ticari, KOBİ ve kurumsal bankacılık alanlarında faaliyet gösteren Yapı ve Kredi Bankası AŞ'nin hisselerinin %20,22'si Koç Holding AŞ'ye, %40,95'i Koç Finansal Hizmetler'e ait olup %38,83'ü ise Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Bankanın operasyonları, portföy yönetimi, yatırım, finansal kiralama ve faktöring alanlarında faaliyet gösteren yurt içi iştirakleri ile Hollanda ve Azerbaycan'daki yurt dışındaki iştirakleri tarafından desteklenmektedir.

H.1.47 Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler AŞ⁴⁶

- (60) Merkezi İstanbul'da bulunan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler AŞ, işlem aracılıkları, portföy aracılığı, halka arza aracılık, sınırlı saklama hizmeti gibi çeşitli sektörlerde faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu çerçevede Yapı Kredi Menkul Değerler AŞ tarafından bireysel ve kurumsal müşterilere yatırım danışmanlığı ile kurumsal finansman faaliyetleri kapsamında özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin işlemler, pay halka arzları ve sermaye piyasası danışmanlık hizmetlerine ilişkin çalışmalar yürütülmektedir.

⁴² <https://www.smbcgroup.com/emea/about-us/our-bank/> (Erişim Tarihi:27.02.2025).

⁴³ <https://www.smbcnikko.co.jp/en/>, <https://www.smbcgroup.com/emea/about-us/our-bank/> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁴⁴ <https://www.unicreditgroup.eu/en/info/contacts.html> (Erişim Tarihi:27.02.2025)

⁴⁵ <https://www.yapikrediinvestorrelations.com/tr/yapi-kredi-hakkinda/detay/Tarihce/262/825/0> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

⁴⁶ <https://www.yapikrediinvestorrelations.com/tr/yapi-kredi-hakkinda/detay/Tarihce/262/825/0> (Erişim Tarihi: 27.02.2025).

H.2. Sektöre ve Mevzuata İlişkin Bilgi

H.2.1. Genel Açıklamalar

- (61) Sermaye piyasası araçları, kanunda, menkul kıymetler, türev araçlar ile yatırım sözleşmelerini içeren araçlar olarak tanımlanmış olup tahvil, bono gibi borçlanma araçları ise menkul kıymetler arasında yer almaktadır. Nitekim ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahviller, paya dönüştürülebilir tahviller, değiştirilebilir tahviller, bonolar, kıymetli maden bonoları borçlanma araçları arasında yer almaktadır⁴⁷.
- (62) Tahviller, devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir⁴⁸. Teşebbüsler, tahvil ihraç ederek finansman ihtiyacını karşılarken bunun karşılığında tahvili elinde tutan yatırımcıya sabit veya değişken bir faiz ödemekte ve vade sonunda yine tahvili elinde tutan yatırımcıya anaparayı geri ödemektedir. Bu noktada belirtilmesinde fayda görülen husus ise, ihraççı tarafından belirlenen faiz, vade gibi tahvilin koşullarında değişiklik yapılmaması esasının benimsenmesidir^{49,50}.
- (63) Bu kapsamda, özel sektör tahvillerinde; tahvil sahibi, tahvili ihraç eden kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil sahibi, tahvil ihraç eden teşebbüsün aktifi üzerinde, alacağından başka hiçbir hakka sahip olmayıp, teşebbüsün yönetimine katılamaz. Tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki ilişki vade sonunda sona erer. Tahvil sahibi, tahvili çıkaran teşebbüsün kar-zarar riskine katılmaz, şirket zarar etse de günü gelince belli miktardaki anapara ve faizini alır⁵¹. Buna göre tahvil, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracını; bono ise vadesi 30 günden az ve 364 günden fazla olmayan borçlanma aracını ifade etmektedir.
- (64) 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda (6362 sayılı Kanun) borçlanma araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere SPK'ya başvuruda bulunan veya borçlanma araçları halka arz edilen tüzel kişiler ihraççı olarak tanımlanmıştır. İhraççı, borçlanma aracı ihracına karar verdikten sonra buna ilişkin bilgilerle beraber SPK'den izin almaktadır.
- (65) Borçlanma araçları da dâhil olmak üzere sermaye piyasası araçlarının ihracı ve alım-satımını da içerecek şekilde yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetleri yürütmeye yetkili kuruluşlar 6362 sayılı Kanun'da tanımlanmıştır. Buna göre yatırım kuruluşu olarak tanımlanan aracı kurumlar;
- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi,
 - Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi,
 - Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı,

⁴⁷ Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1) (7/6/2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.)

⁴⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Araçları Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, Ankara, 2022.

⁴⁹ 8/3/2017 tarihli ve 30001 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan değişiklik ile Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.7)'nin adı Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8) olarak değiştirilmiştir.

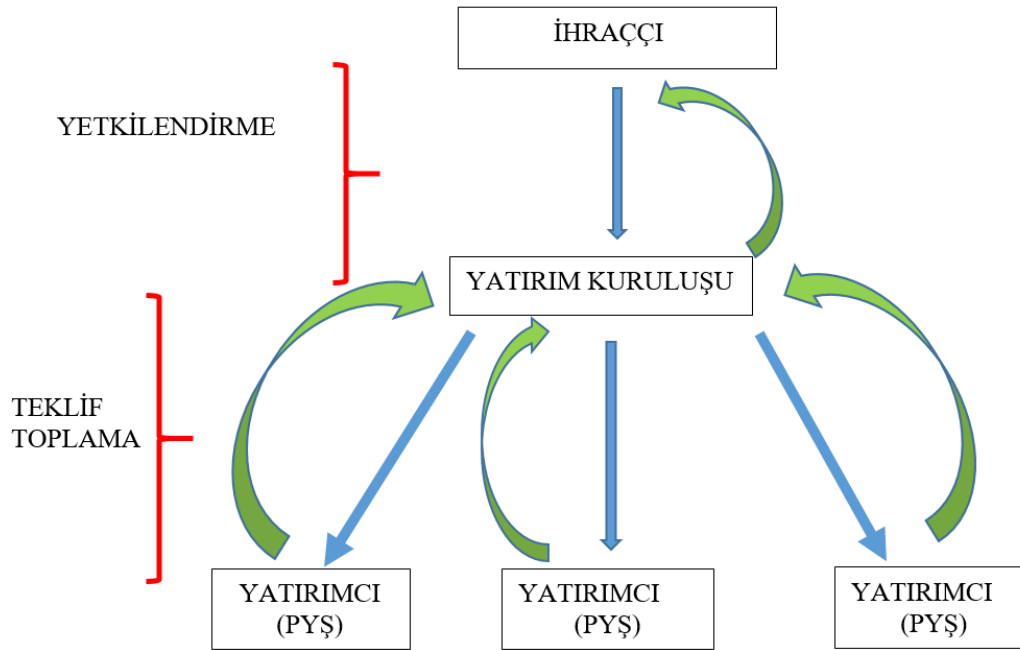
⁵⁰ Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8)'nin 14. maddesi; "Tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar ihraççılar tarafından belirlenir. Söz konusu unsurlarda, kanuni zorunluluklar ve fiili imkânsızlıklar saklı kalmak kaydıyla değişiklik yapılmaması esastır. Ancak yurt içinde halka arz edilmeksizin ihraç edilen borçlanma araçlarının faiz, vade gibi koşullarında değişiklik yapılması, bu değişikliklere yazılı onay veren yatırımcılar bakımından mümkündür. Yurt içinde halka arz edilmek suretiyle ihraç edilen borçlanma araçlarının koşullarında değişiklik yapılmak istenmesi durumunda ise buna ilişkin esaslar Kurulca belirlenir." hükmünü haizdir.

⁵¹ <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/136/ozel-sektor-borclanma-aracлари> Erişim Tarihi: 27.02.2025.

- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi,
 - Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetlerini yürütmeye yetkilidir.
- (66) Aracı kurum niteliğine bakılmaksızın yatırım kuruluşları ile bir diğer sermaye piyasası kurulu olan portföy yönetim şirketleri ise;
- Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması,
 - Proje finansmanı dâhil olmak üzere SPK tarafından belirlenecek hizmet ve faaliyetlerde, kambiyo düzenlemeleri saklı kalmak kaydıyla, kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması,
 - Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması,
 - Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması,
 - Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması,
 - Servet yönetimi ve finansal planlama yapılması hizmetlerini yürütebilmektedir.
- (67) Bu noktada önem arz eden husus, bankaların ve yatırım ve menkul kıymet şirketlerinin, 6362 sayılı Kanun kapsamında yatırımcı kuruluş olarak açıkça sayılmış olmaları nedeniyle borçlanma araçlarının ihracına aracılık etmek de dâhil olmak üzere kanunda sayılan diğer sermaye piyasası işlemlerini yürütmeye yetkili olmalarının yanı sıra aynı zamanda ihraççı sıfatıyla tahvil veya bono ihraç edebilmeleridir.
- (68) Borçlanma araçlarının ihraç sürecine bakıldığında, bunların halka arz yoluyla ve halka arz edilmeksizin (tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış yoluyla) çıkarılarak satılabildiği anlaşılmaktadır. Halka açık olmayan satış işlemleri, örneğin nitelikli yatırımcılara yapılacak satışlar, yalnızca bu yatırımcılara yönelik bir çağrıda bulunulması ve/veya nitelikli yatırımcıların önceden belirlenmesi suretiyle gerçekleştirilebilmektedir⁵². Bu hallerde ihraççı, yetkilendirilen yatırım kuruluşu vasıtasıyla (yahut kendisi) ihraç koşullarını (vade, faiz, ihraç edilecek miktar, para birimi, varsa ek getiri gibi) içeren bir teklif talebi ile nitelikli yatırımcılara ulaşır ve bunlardan teklif toplar. Hangi nitelikli yatırımcılardan teklif toplanacağı hususu yetkilendirilmiş aracı kuruluş bulunduğu hallerde bu aracı kuruluş tarafından değerlendirilmektedir. Genellikle satın aldığı borçlanma aracını uzun süre elinde tutabilecek büyük yatırımcıların teklif vermesi tercih edilmektedir.
- (69) Türkiye’de yerleşik ihraççılar tarafından çıkarılan borçlanma araçlarının süreçleri incelendiğinde, nitelikli yatırımcıya satış yönteminin benimsendiği durumda, sürecin ilgili ihraççı tarafından yetkilendirilecek bir aracı kuruluş vasıtasıyla yürütüldüğü, bu bağlamda yetkilendirilmiş kuruluş tarafından portföy yönetim şirketleri (PYS) başta olmak üzere nitelikli yatırımcılardan teklif toplandığı ve bu teklifler doğrultusunda ihraç edilecek miktar, vade, kupon, faiz, ek getiri gibi parametrelerin nihai olarak belirlendiği; sonrasında ihraç edilen aracın ilgili yatırımcılara satışının yapıldığı görülmektedir.
- (70) İlgili ihraç ve satış işlemi gerçekleşikten sonra ilgili işleme dair bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformunda (KAP) açıklanmaktadır. Tekliflerin toplanması ve nihai ihraç koşullarının belirlenmesine dair şekle aşağıda yer verilmiştir.

⁵² Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2) (28/6/2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır).

Şekil-1: Tekliflerin Toplanması ve Nihai İhraç Koşullarının Belirlenmesi



- (71) İlgili şekil incelendiğinde, ilk aşamada ihraççı tarafından çıkaracağı borçlanma aracının vadesinin veya getiri koşullarının belirlenmesine esas teşkil edebilmesi için araştırma yapmak üzere bir yatırım kuruluşunun yetkilendirildiği görülmektedir. Yetkilendirilen kuruluş, yatırımcılarla irtibata geçerek, ne kadar bir vade için ve ne tutarda bir borçlanma aracı için ne oranda bir faiz beklentisiyle yatırım yapmak istediğini sormaktadır. Yatırımcılar, kendilerinin ne kadar miktarda ve hangi vadede bir borçlanma aracına ne kadarlık bir faiz beklentisi ile yatırım yapmak istedikleri konusunda yetkilendirilmiş kuruluşa dönüş yapmaktadır. Bu dönüşlerden yola çıkarak yetkilendirilmiş kuruluş ihraççıya, yatırımcıların vade, tutar ve faiz beklentilerini içeren bilgileri iletmekte ve bu parametreler doğrultusunda ilgili borçlanma aracının nihai koşullarına karar verilmektedir. Bu bağlamda, borçlanma aracının vadesi, vade sonunda getireceği faiz oranı, kaç kuponlu olacağı ile kupon faizlerinin oranı, varsa ek getiri oranı ve ihraç tarihi gibi hususlar belirlenmektedir.
- (72) Öte yandan, tahvillerin hangi piyasalarda işlem görebileceği hususuna bakılacak olursa; tahviller yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ya da yurt dışında satılmak üzere ihraç edilebilir olup birincil ve ikincil piyasalarda işlem görebilir. Bu minvalde, birincil piyasalar; menkul kıymetlerin ilk kez ihraç edildiği, böylelikle fonların doğrudan ihtiyaç duyanlara aktarıldığı piyasalardır⁵³. Diğer bir deyişle, tahvil, hisse senedi vb. menkul değerleri ihraç eden teşebbüsler ile tasarruf sahiplerinin (yatırımcıların) ilk olarak ve doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. İhraç sürecinde, bankaların yahut aracı kurumların görev alması, bu piyasaların birincil piyasa olup olmamasını etkilememektedir. İkincil piyasalar ise; ihraç edilmiş menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasalar olarak tanımlanabilecektir⁵⁴. El değiştirmeler borsada yahut borsa dışında gerçekleştirilebilir olup söz konusu piyasada, ihraççı teşebbüs ile yatırımcı ilk kez ve doğrudan doğruya karşılaşmamaktadır. Çünkü ikincil

⁵³ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı Ö.İ.K Raporu, Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Yayın No: DPT:2191-Ö.İ.K:346, Ankara, 1989.

⁵⁴ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı Ö.İ.K Raporu, Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Yayın No: DPT:2191-Ö.İ.K:346 Ankara, 1989.

piyasada işlem gören menkul kıymet, birincil piyasada daha önce işlem görmüş vaziyettedir. Bu açıklamalar dosya bakımından ele alındığında; “birincil” ve “ikincil” pazar arasındaki ayırım satış zincirinin bağlamı ile ilgilidir: tahvillerin ihracçı tarafından yüklenici bankalara ve ilk yatırımcılara ihracı “birincil” pazarda gerçekleşmekte iken tahvillerin daha sonra yatırımcılar tarafından alınıp satılması ise “ikincil” pazarda gerçekleşmektedir.

- (73) Borçlanma Araçları Tebliği’nin 4. maddesinin ikinci fıkrası *“İhraç edilecek borçlanma araçları, Tebliğin 9 uncu maddesi çerçevesinde hesaplanacak olan ihraç limiti dâhilinde kalmak kaydıyla Kurulca uygun görülecek ihraç tavanı içinde farklı koşullar üzerinden tertipler halinde satılabilir. Yurt içinde ve yurt dışında yapılacak ihraçlar için Kuruldan farklı ihraç tavanları alınması zorunludur”* hükmünü amirdir. Bu kapsamda, mezkûr tebliğin aynı maddesinin (b) bendinde yurt dışında yapılacak ihraçlarda belirlenecek olan ihraç tavanının Türk Lirası yahut döviz cinsinden tespit olunacağı ve ihraç tavanı kapsamında yapılacak satışların ihraç tavanının verildiği para biriminden farklı bir para birimi üzerinden gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu belirtilmiştir. Bu çerçevede, teşebbüslerce yurt dışında da tahvil ihraç edilebileceği anlaşılmakta olup buna ek olarak, yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda ihraç edilen ülkenin para biriminde tahvil ihraç tutarının belirlenebileceği görülmektedir.
- (74) Buna ek olarak, Borçlanma Araçları Tebliği’nin 14. maddesinde tahvillerin iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabileceği ve tahvillerin nominal değerinin, vade tarihinde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebileceği hükme bağlanmıştır. Ek olarak, ilgili tebliğin mezkûr maddesinde borçlanma araçlarının ihracına ilişkin genel esaslara yönelik olarak çeşitli birtakım hususlar daha ifade edilmiş olup yedinci fıkrasında; yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda bu maddede yer alan hususların, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihracçı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebileceği anlaşılmaktadır. Öte yandan, anılan tebliğin 15. maddesi ise erken itfa edilebilir tahvillere ilişkin olup ilgili maddeye göre erken itfa edilebilir tahviller; ihracının veya yatırımcının talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir niteliktedir. Buna ek olarak, yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda ise erken itfaya ilişkin esasların, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihracçı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebileceği hükme bağlanmıştır.

H.2.2. Avrupa Özel Sektör Tahvillerine İlişkin Süreç⁵⁵

- (75) Özel sektör tahvil ihracı; bankalar, şirketler ve kuruluşlar aracılığıyla gerçekleştirilir⁵⁶. Öte yandan, ihraç faaliyetinin dışında aracı kuruluşların diğer görevlerinden birisi de yatırımcılara, “Özel sektör tahvilleri listesi”nde bulunan teşebbüslere ait borçlanma miktarı, vade süresi gibi bilgileri sunmaktır. Nitekim özel sektör tahvilleri listesinin sürekli değişim gösterip güncellenmesi ve her ihracı takip etmenin zor olması hasebiyle aracı kuruluşlar tarafından anılan hizmetler, yatırımcılara sunulmaktadır. Aracı kuruluşların aktif faaliyet gösterdiği özel sektör tahvil ihracında süreç; oluşum/yetkilendirme aşaması ile başlayıp tahvillerin birincil pazarda yatırımcılara ilk satışı ile sona ermektedir. Sürecin detayına aşağıda yer verilmiştir.
- (76) Aracı kurumlar, potansiyel tahvil ihraççıları tarafından yetkilendirilmek için aktif olarak birbirleri ile rekabet etmektedir. Tahvil ihraç eden müşterilere, örneğin tahvil işlemleri

⁵⁵ Bu bölümdeki bilgiler başvurudan derlenerek aktarılmıştır.

⁵⁶ Bu andan itibaren, “2.2. Sektöre ve Mevzuata İlişkin Bilgi” bölümünde, “bankalar” ve “aracı kurumlar” ifadeleri, ihraca aracılık eden bankalar, yatırım şirketleri gibi diğer sermaye piyasası kuruluşlarını da kapsayacak şekilde kullanılmıştır.

yoluyla, finansman ihtiyaçlarını nasıl yönetecekleri konusunda danışmanlık yapabilmek, bir aracı kurum ile kurumsal müşterileri arasındaki genel ilişkinin değerli bir parçasıdır. Buna ek olarak, oluşum aşamasında, aracı kurumlar kendilerini potansiyel yeni bir yetkilendirmenin parçası olarak konumlandırabilmek adına, potansiyel ihraççılara sürekli olarak özel sektör tahvilleri için gösterge olarak da adlandırılan referans niteliğindeki fiyatları ve pazar bilgilerini sağlamaktadır. Bu tür bir iş geliştirme çabası, özellikle bankaların/aracı kurumların hâlihazırda bir ilişkiye sahip olduğu sürekli ihraççılara yönelmektedir. Söz konusu göstergeler her bir ihraççı için özel olarak hazırlanmakta ve aracı kurumların mevcut pazar bağlamında varsayımsal bir tahvil ihracına ilişkin değerlendirmesini yansıtmakla beraber aracı kurumların, bilgi birikimi (*know-how*) ve pazar uzmanlığına ek olarak bir sonraki işlemde danışmanlık yapmaya hazır olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, ihraççılar, benzer yapıdaki tahvillerin duyurulduktan sonraki süreçte pazarda işlem görme noktasında zorlanıp zorlanmadığını, zorlanıyorsa neden zorlandığını ve başka tahvillerin koşullarının, kendi ihraç ettiği tahvillerinin bir miktar farklı işlem görmesine neden olup olmadığını bilmek istemektedir. Bu çerçevede, bir bankanın/aracı kurumun ticari ilişki içinde olduğu büyük ihraççılar, genellikle her hafta veya iki haftada bir güncellenmiş gösterge almaktadır. Öte yandan, daha küçük veya daha az aktif ihraççılara düzenli ancak daha az sıklıkta veya bir ihraççının talebi üzerine, örneğin ihraççı yakın gelecekte bir tahvil ihracı düşündüğünde, anlık olarak gösterge almaktadır.

- (77) Kurumsal ihraççılar, tahvil ihraç sürecinde birlikte çalışmak istedikleri bankaları/aracı kurumları, genellikle kredi ilişkisi içinde oldukları banka/aracı kurum havuzundan seçmeyi tercih etmektedirler. Böyle bir havuz 10 ile 20 bankadan/aracı kurumdan oluşabilmektedir. İhraççılar çoğunlukla bir rotasyon yöntemi kullanarak, bir sonraki işlemleri için değişen aracı kurum kombinasyonlarını seçmektedir. Önceden var olan ilişkilere ek olarak, kurumsal ihraççılar özellikle, aracı kurumun pazardaki itibarına, fiyatlandırma konusunda verilen danışmanlığın yeterliliğine ve genel olarak aracı kurum tarafından önerilen stratejiye, bankanın/aracı kurumun işlem deneyimine ve sıralama tablosundaki konumuna ve bankanın/aracı kurumun ikincil pazardaki alım satım kapasitesine en çok da işlem deneyimi ve sağlanan danışmanlığın kalitesine dikkat etmektedir. Bununla birlikte, önceden var olan bir kredi ilişkisinin bir özel sektör tahvili için yetkilendirme garantisi sağladığına dair kesin ve katı bir kural bulunmamaktadır. Sonuç olarak, rotasyona tabi olmak banka için hiçbir şekilde öngörülebilir değildir ve rotasyona tabi tutulmuş olmak bankanın bir sonraki tahvil işlemi için seçileceğine dair bir kesinlik sağlamamaktadır.
- (78) Diğer taraftan, ihraççıların çoğu, bankaları/aracı kurumları doğrudan yetkilendirmektedir. Özellikle, daha sık ihraç gerçekleştiren ihraççılar, örneğin Avrupa Orta Vadeli Tahvil (*European Medium-Term Note*) programı olan şirket grupları⁵⁷, konsorsiyum bankalarını gayri resmi bir sürece dayalı olarak seçme eğilimindedir. Bunun nedeni, bir ölçüde, bu teşebbüslerin pazar hakkında derin bir bilgiye sahip olmaları ve gerekli belgelerin hazırlanmasında kendilerini destekleyen bankaları/aracı kurumları seçmek için çeşitli bankalardan/aracı kurumlardan teklif talepleri (*requests for proposals-RFP*) toplamalarına gerek olmamasıdır. Bununla birlikte, daha az sıklıkta tahvil ihraç eden teşebbüsler, genellikle daha yapılandırılmış bir süreç için, resmi bir teklif talebi ile birkaç bankaya ulaşmaktadır. Özellikle ilk kez ihraçta bulunacaklar, tüm sürece ilişkin ayrıntılı bir genel bakış istemekte ve bu nedenle teklif talepleri genellikle ihraç sürecine ilişkin ayrıntılı sorular içermektedir. Ayrıca, kamuya ait şirketler, özellikle kamu ihalelerine yönelik düzenlemeler nedeniyle, genellikle özel sektör tahvil ihraçları

⁵⁷ Bir tahvil ihracı için gerekli tüm yasal belgeleri hâlihazırda mevcut olan ihraççılar kastedilmektedir.

için resmi teklif talebi gönderenler arasındadır. Bu durum, söz konusu ihraççıların, yeni bir tahvil ihracı için bir bankayı yetkilendirme kararını alırken dikkate aldıkları temel bilgileri toplamalarına olanak tanımaktadır. Söz konusu teklif taleplerinde ihraççılar tipik olarak; hacim, para birimi ve zaman aralığı gibi belirli işlem parametrelerini tanımlamakta ve bankalardan mevcut pazar ortamının ayrıntılı bir değerlendirmesini, ilgili işlem için önerdikleri stratejiyi ve bir ücret tahmini sunmalarını istemektedir. Özetle, teklif talebi süreci için önceden tanımlanmış standart bir değerlendirme kriterleri seti bulunmamakta olup bir konsorsiyum bankası olarak yetkilendirilmek için başarı faktörlerini basit bir şekilde ele almak gerekirse; pazar bilgisi, ihraççı ile mevcut bir kredi ilişkisi ve geniş bir yatırımcı tabanına erişim olarak ifade edilebilecektir.

- (79) Bankalar, esasında temel olarak, hacme dayalı pazar sıralamalarında, yani sıralama tablolarında, kendi konumlarını iyileştirebilmek adına, mümkün olduğunca bütün tahvil işlemleri için yetkilendirilmek istemektedir. Dolayısıyla, daha önce de ifade edildiği üzere bankalar, öncelikle yetkilendirilmek için birbirleri ile rekabet etmektedirler. Bununla birlikte, bazı yetkilendirmenin akabinde üstlenilecek olan bazı roller diğerlerine göre daha prestijli olduğundan ve/veya daha fazla getiri sağladığından, konsorsiyum grubu (yetkilendirilen aracı kurumların/bankaların oluşturduğu grup) içindeki belirli işlevler için de rekabet söz konusudur. Bu minvalde, örneğin, “Küresel Koordinatör (*Global Coordinator/GloCo*)” veya “Aktif Talep Toplayıcı (*bookrunner*)” olarak görev almak, pasif talep toplayıcı olarak görev almaya kıyasla genellikle daha yüksek ücret getirmektedir. Buna ek olarak, Aktif Talep Toplayıcı rolü, bu sıfatla görevlendirilen bankanın ihraççı ile ilişkisini geliştirmeye yardımcı olmakta ve işlemle ilgili bilgilere ilk elden erişim sağlayarak söz konusu bankanın genel pazar konumunu güçlendirmektedir.
- (80) Bunlara ek olarak, konsorsiyum grubuna dâhil edilen, bir diğer deyişle yetkilendirilen bankalara ödenecek ücretler, Avrupa’daki özel sektör tahvil pazarındaki ihraççılar tarafından tek taraflı olarak belirlenmektedir. Sürekli ihraççılar, bir yetkilendirmeden diğerine farklılık göstermeyen önceden belirlenmiş ücret planlarına sahip olma eğiliminde olup uygulamada bu durum, ihraççılar ve bankaların normal süreç içerisinde tahvil ihraçları için ücret pazarlığı yapmadıkları anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda, özel sektör tahvil ihraçlarında danışmanlık için ödenen toplam ücret çoğunlukla ihraç büyüklüğü ile bağlantılıdır ve genellikle konsorsiyum bankaları arasında eşit olarak paylaştırılmaktadır. Bu durum, daha fazla konsorsiyum bankasının yer aldığı işlemlerde banka başına alınan ücretin genellikle daha düşük olduğu anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, bazı durumlarda, ihraççı daha detaylı bir modele de karar verebilmekte ve ödenecek ücretleri, aktif ve pasif bankalar⁵⁸ arasında farklı şekilde paylaştırarak aktif bankalara daha yüksek bir ücret ödeyebilmektedir.
- (81) Tüm bu bilgiler ışığında, yetkilendirmenin, bankalar için kazanç sağlamada ve daha sonraki tahvil ihraç süreçlerinde öneminin büyük olduğu anlaşılmaktadır. Nitekim çok yetkilendirilen bankalar, pazar ve ihraççılar hakkında daha detaylı bilgilere sahip olacağından daha sonraki ihraçlardaki yetkilendirilme ihtimalleri/fırsatları artacaktır. Bu çerçevede, mevcut piyasada olabilecek rekabetçi endişelerden biri olarak, yetkilendirilmedikleri işlemlerde, ihraççıların ücretleri, örneğin belirli dilimlere ve/veya rollere nasıl tahsis etmeyi seçtiğine ilişkin gizli bilgileri alan bankaların, ihraççılara gelecekte yapacakları tekliflerde ve/veya diğer ticari bilgilendirme materyallerinde

⁵⁸ Aktif konsorsiyum bankaları talep toplama aşamasında tahvile talep yaratmak için yatırımcılarla bağlantı kurmakta ve ihracın gerçekleşmesini sağlamayı üstlenmektedir. Konsorsiyumun pasif üyeleri ise sadece tahvilin yüklenimini üstlenmekte ancak ilgili tahvilin dağıtımında aktif olarak yer almamaktadır.

kullanabilecekleri ek pazar iç görüleri elde etmesi sayılabilecektir. Nitekim söz konusu bu bilgiler, örneğin ücretlerin dilime göre bölünmesi durumunda, ihraççı müşterilerin işlemlerin belirli yönlerine atfettikleri değeri de ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca, bankaların, uzun süreli kurumsal müşterileri tarafından ödenen ücretler hakkında bilgi sahibi olması hususu, ücretler ile bunların konsorsiyum bankaları arasındaki dağılımını müzakere ederken bu bilgilerden yararlanma menfaati de bulunmaktadır. Bununla birlikte, ücretlere ilişkin bilgilerin işlemin gerçekleşmesinin ardından toplulaştırılmış bir biçimde kamuya açık hale geldiği belirtilmelidir.

- (82) Bunlara ek olarak, ihraççılar ve yetkilendirdiği konsorsiyum bankaları arasında genellikle bir “garantörlük” (*underwriting*) sözleşmesi imzalanmaktadır. Garantör bankalar özel sektör tahvilini satın almayı ve ihraççı adına satmayı kabul etmektedir. Dolayısıyla, ihraççının sözleşmeye dayalı ilişkisi tüm garantör bankalarla, yani tüm konsorsiyum bankaları ile kurulmakta olup genellikle yalnızca talep toplama süreci sona erdiğinde, yani özel sektör tahvili yatırımcılara dağıtıldığında ve özel sektör tahvilinin nihai olarak satılamamasına ilişkin herhangi bir risk kalmadığında, akdedilmektedir. Diğer taraftan, bazı bankalar, yasal belgelerin müzakere edilmesini koordine etmek ve tahvilin takasının gerçekleştirilmesi ve ihraç ödemelerinin yapılması (*bill and deliver*) gibi ihraçla ilgili uzmanlık gerektiren görevleri yerine getirmek üzere görevlendirilmektedir.
- (83) Söz konusu yetkilendirme sürecinin akabinde, özel sektör tahvil ihracında konsorsiyum süreci başlamaktadır. Bu kapsamda, tahvil ihraç eden teşebbüsten yetkinin alınması ile konsorsiyum süreci başlamakta olup ihraççı, tahvil ihracını yönetmek üzere bir banka konsorsiyumunu yetkilendirmektedir. İhraççılar genellikle, üç veya daha fazla (nadiren de olsa 20’ye kadar) bankadan oluşan bir konsorsiyumu yetkilendirmeyi tercih etmektedir. İhraççılar, böyle bir konsorsiyum aracılığıyla pazarı daha geniş bir açıdan görmeyi ve hata payını, yani tahvil getirisinin çok düşük belirlenmesi nedeniyle işlemin başarısız olma riskini, azaltmayı hedeflemektedir. Konsorsiyum ve ilgili bankaların konsorsiyum ekipleri, ihraç sürecinde aktif bir rol oynamaktadır. Bu süreçte, ihraççı ile beraber konsorsiyumun amacı, özel sektör tahvilinin olabilecek en düşük ihraç fiyatı ile ihraç edilmesini sağlamaktır. Bunu sağlayabilmek adına, konsorsiyum ekipleri pazar ile, yani yatırımcılarla, temasa geçmekte ve yatırımcıyla ihraççı teşebbüsü bir araya getirmektedir. Bu noktada tahvilin başarı ile sonuçlanması için bazı faktörler ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda, ilgili faktörlerin; çıkış anındaki arz/talep dengesi, rayiç değer ve yeni ihraç primi (*New Issue Premium-NIP*, aynı zamanda yeni ihraç imtiyazı (*New Issue Concession-NIC* olarak da adlandırılmaktadır) de dâhil olmak üzere tahvilin fiyatı ve pazarın genel durumudur.
- (84) İhraççı ve konsorsiyum bankalarının nihai ihracı tartışıp karara bağladıkları nihai “tamam/devam (gng)” kararından önceki dönemde, bir özel sektör tahvilinin fiyatlandırılmasına ilişkin olarak konsorsiyum bankaları ve ihraççı müşteri arasında gerçekleşen görüşmelerde genellikle üç unsur öne çıkmaktadır. Bu unsurlar: rayiç değer, ihraç fiyatı seviyesi ve konsorsiyum grubunun bu fiyatlama seviyesine ulaşmak için kullanılmasını önerdiği ilk fiyat kanaati (*Initial Price Thoughts-IPT*) seviyesi olarak sayılmaktadır. Bunlardan ilk olarak rayiç fiyat seviyesine bakılacak olursa; bir tahvilin rayiç değeri, tahvilin fiyatlandırılması hakkında bilgi vermekte olup (i) tahvilin kendisi (örneğin vadeye kadarki süresi), (ii) ihraççı (örneğin ihraççının pazardaki konumu), (iii) ihraççının faaliyet gösterdiği pazar, (iv) karşılaştırılabilir tahvillerin ikincil pazar işlem seviyeleri ve (v) pazara sürülme anında pazarın genel durumu ile ilgili değişkenler de dâhil olmak üzere birden çok değişkene bağımlıdır. Ek olarak, rayiç değer ne kadar olduğu/olacağı, ihraççının da katılımıyla konsorsiyum grubunda tartışılmaktadır.

Bununla birlikte, tahvilin piyasaya sunulması esnasında IPT belirtilirken, rayiç değer ve NIP belirtilmemektedir⁵⁹.

- (85) Sonuç olarak, rayiç değer belirlenmesi matematiksel bir süreç olmayıp, konuyla ilgili çeşitli faktörlerin genel bir değerlendirmesine dayanmakta ve bu nedenle belirli bir derece belirsizlik içermektedir. Bu belirsizlik, kamuya açık daha az sayıda farklı veri noktasının mevcut olduğu durumlarda daha da büyüktür. Özellikle, ikincil eğrilerin⁶⁰ mevcut olmadığı ilk ihraçlarda, belirsizlik seviyesi genel olarak daha yüksektir ve konsorsiyum grubunun daha az güvenilir diğer göstergelere -örneğin, potansiyel referans noktaları olarak kullanılabilecek karşılaştırılabilir işlemler seçerek- dayanması gerekmektedir. Bununla birlikte, pazarda belirli bir geçmişi olan ihraççılara ait özel sektör tahvilleri için, ikincil eğriye dayanarak rayiç değere ilişkin bir görüş oluşturmak görece daha kolay olabilmektedir. Diğer bir deyişle, sıklıkla ihraç gerçekleştiren ihraççılar için, rayiç değer değerlendirmesine ilişkin belirsizlik düzeyi genellikle oldukça düşüktür. Pazardaki oyuncular, konsorsiyum grubunun danışmanlığını yaptığı tahvil için rayiç değer olarak ne öngörmüş olabileceği konusunda, makul ölçüde bilinçli bir tahminde bulunabilmektedir. Bu bağlamda, rayiç değere ilişkin yapılabilecek çeşitli değerlendirmeler arasında, ihraççı müşteriye belirli bir tahvil konusunda danışmanlık yapan bankaların görüşünün genel olarak daha tutarlı olduğu kabul edilmektedir. Bunun başlıca nedenleri, konsorsiyum grubunun, ihraççı müşteriye yakın olması ve grup içinde paylaşılan bilgilere dayanarak ve birlikte tartışarak, rayiç değer ne olduğu konusunda müştereken bir görüş oluşturmalarıdır. Buna ek olarak, pazardaki diğer oyuncular için, rayiç değer de dahil olmak üzere, konsorsiyum grubundan alınan bilgiler; belirli bir tahvilin altında yatan fiyatlandırma mekanizmasını ve/veya konsorsiyum grubunun, tahvilin ihraç edildiği tarihteki piyasa ortamına ilişkin görüşünü anlamaya yardımcı olduğu için değerli bilgilerdir.
- (86) Öte yandan, yatırımcılar, çoğunlukla yeni bir tahvilin alımının içerdiği riske karşı yeterli bir getiri aldıklarından emin olmak istemektedir. Bu nedenle yatırımcılar, tahvilin fiyatlandırmasının rayiç değer salt bir yansıması olmamasını, aynı zamanda bir NIP içermesini beklemektedirler. Bu bağlamda, daha önce de bahsedilen, NIP ve IPT'ye değinilmelidir. İlk olarak IPT'ye bakıldığında, IPT, konsorsiyum bankaları tarafından önerilen tahvil fiyatına temel olmakta ve genellikle bir referans değere (örn. *mid-swaps* değerine) kıyasla baz puan cinsinden ifade edilmekte olup tahvilin rayiç değerinden etkilenmekte ve NIP içermektedir. Diğer bir deyişle, tahvilin önerilen fiyatını ortaya koymakta, genellikle bir referans değere kıyasla baz puan olarak belirtilmekte ve rayiç değerden etkilenmektedir.
- (87) NIP'ye değinilecek olursa, NIP, ihraç edilen tahvili ilk kez satın salacak yatırımcıya ödenecek bir ek prim olarak nitelendirilmekte ve tahvilin pazara çıkış anındaki, kapasite ve fiyatlandırmaya dair pazar ortamından etkilenmektedir. NIP miktarı, IPT'den rayiç değer düşülerek bulunabilmektedir⁶¹. Bu nedenle, konsorsiyum bankaları tarafından belirlenen rayiç değer bilmesi, diğer unsurların yanı sıra bir tahvil ihracının

⁵⁹ Pazardaki oyuncuların, pazara çıkacak belirli bir tahvilin rayiç değeri hakkında kendi tahminleri bulunmakta olup söz konusu tahvil bakımından IPT'ye dâhil olan NIP'yi hesaplamak amacıyla rayiç değere ilişkin en iyi olduğunu değerlendirdikleri tahminlerini kullandıkları bilinmektedir.

⁶⁰ İkincil eğri; aynı ihraççının benzer özelliklere sahip önceden ihraç edilmiş tahvillerinin işlem seviyelerini ifade etmektedir.

⁶¹ NIP, IPT'de belirtilmemekte ancak rayiç değere dayalı olarak tespit edilebilmektedir. Ek olarak, ilk ihraç fiyatı (IPT), kıyaslanabilir ikincil pazarlardaki işlemlerde veya yeni ihraç edilen tahvillerin sonraki işlemlerinde gerçekleşen seviyelerinden daha cazip bir seviyeye konumlandırılmaktadır. NIP, yatırımcıların yeni bir ihraçla ilişkili kredi riskini üstlenmeleri için bir teşvik niteliğindedir.

“kalitesini” (örneğin, ihracçıyla ilişkili risk açısından) belirleyen bir unsur olan NIP’nin hesaplanmasına olanak tanımaktadır. Daha açık bir ifade ile; konsorsiyum grubunun belirli bir tahvilin rayiç değeri konusunda ne düşündüğü bilindiğinde, IPT’de yer alan NIP daha kolay belirlenebilecektir.

- (88) Ek olarak, daha önce belirtildiği üzere, NIP, pazara çıkış anındaki, kapasite ve fiyatlandırmaya dair pazar ortamından etkilenmektedir. Şöyle ki; zor ve zayıf bir pazar ortamında yeni bir tahvilin pazara sürülmesi, duyuruyu takip eden talep toplama sürecinde yatırımcılardan yeterli ilgiyi görebilmek için tahvilin NIP bakımından daha cazip bir fiyatlandırması olmasını gerektirebilecektir. Bununla birlikte, düşük fiyatlandırılmış bir tahvil, yatırımcılardan daha az ilgi çekebilecek ve talep toplama sürecini daha zorlu hale getirerek ihracçı bakımından tercih edilebilir bir sonuca varılması ihtimalini azaltabilecektir. Yatırımcıların düşük ilgisinin, düşük seviyede emir hacmiyle sonuçlandığı durumda, ihracçı işleminden çekilmeye dahi karar verebilecektir. Başarısız bir işlem, ihracçı için önemli bir itibar kaybına neden olacak ve gelecekteki finansman projeleri üzerinde de olumsuz bir etki yaratabilecektir. Bu nedenle ihracçıların, işlemin böyle bir sonuçtan kaçınılacak şekilde yönetilmesini sağlamak ve bu hedefe ulaşmak için konsorsiyum bankalarına sorumluluklarını hatırlatmak için yüksek menfaatleri bulunmaktadır.
- (89) NIP’nin bilinmesi, ihrac işlemine teklif vermek suretiyle yatırım yapacak alıcılar için de teşvik edici nitelik taşımakta olup bu yatırımcıların, ellerindeki kaynakları hangi tahvile yatıracakları hususundaki stratejik kararlarını etkilemektedir. Bu noktada, tahvil ihracında aracılık eden ve ihracda rol almayan bankaların aynı zamanda potansiyel birer yatırımcı oldukları hususu vurgulanmalıdır. Kendilerinin rol almadığı işlemlerde gerçekleşen FV ve NIP oranlarına vakıf olan bankaların, ilgili tahvile yatırım yapıp yapmayacakları, yapacaklarsa hangi fiyat üzerinden teklif yapacakları gibi konularda karar verirken bu bilgiye sahip olmayan bankalara kıyasla rekabette avantajlı konuma geçecekleri açıktır.
- (90) Fiyatlandırma unsurlarının haricinde bir özel sektör tahvil ihracının başarılı şekilde yürütülmesi ve sonuçlanması için ilgili pazardaki arz ve talep dengesi de göz önünde bulundurulmalıdır. Bu doğrultuda, özel sektör tahvil ihracındaki arz ve talep dengesinin ayrıntılarına baktığımızda, “yarışan arzlar” teriminin öne çıktığı görülmektedir. Yarışan arzlar tabiri genellikle aynı sektörde gerçekleşen bir işlemi ifade etmektedir. Ancak, parametreler (örneğin, büyüklük, derecelendirme, ihracçının menşei) karşılaştırılabilir olduğunda, pratikte farklı sektörlerdeki işlemler de aynı pazar kapasitesi için rekabet ediyor olabilecektir. Örnek vermek gerekirse; büyük bir otomotiv şirketi çok büyük bir ihrac yapacaksa ve buna paralel olarak büyük bir kimya şirketi de benzer büyüklükte ve vadede bir tahvil çıkaracaksa, özellikle ihracçıların aynı ülkeden olduğu durumlarda, bu işlemlerin de birbirleri ile rekabet ettiği kabul edilebilecektir. Dolayısıyla aynı gün birden fazla özel sektör tahvilinin ihrac edildiği bir durumda, yatırımcı kapasitesi için rekabet edebilmek, ihracçı için daha yüksek ek getiri (*spread*) ödemek zorunda kalmayı gerektirebilmektedir. Bu kapsamda, özel sektör tahvili ihraclarının büyük hacimleri göz önüne alındığında, fiyattaki küçük değişiklikler bile ihracçı için çok önemli farklar yaratabilmektedir. Bu nedenle, ihracçılar, bir konsorsiyum bankasına ihtiyari bir ücret ödeyip ödemeyeceklerine veya ne kadar ödeyeceklerine karar verirken, yarışan arzlar nedeniyle daha yüksek bir fiyat ödemek zorunda kalıp kalmadıklarını dikkate almaktadır. Burada değinilmesi gereken bir diğer husus ise konsorsiyum bankalarının, yarışan arzlarla ilgili olarak ihracçılara sağladığı bilgilerin niteliğidir. Şöyle ki; konsorsiyum bankalarının, başka işlemlere de dâhil oldukları durumlarda, gizlilik yükümlülükleri nedeniyle, yarışan arzlarla ilgili sorulara genellikle soyut yanıtlar

vermesi gerekmektedir. Daha açık bir deyişle, ihraççıların ve bazı konsorsiyum bankalarının, ihraç sürecini yürütmekte olduğu tahvil ile rekabet edebilecek tahvillerin piyasaya çıkış anı ile ilgili olarak kesin bir bilgiye sahip olmaması gerektiği öngörülmektedir.

- (91) Bunlara ek olarak, yarışan arzlarla ilişkin bilgiler, işlemin ertelenmesine dahi neden olabilmektedir. Şöyle ki; kalabalık bir pazar, arz/talep ilişkisini, talep toplama süreci ve tahvilin nihai fiyatlaması üzerinde olumsuz bir etki oluşturabilecek şekilde etkileyebilecektir; zira daha az talep, ihraççının fiyatı düşürebilmesini ve kendisi için daha elverişli bir sonuca ulaşmasını engelleyebilecektir. Bu nedenle, zamanlama da dâhil olmak üzere yarışan arzlar hakkında ayrıntılı bilgi, yatırımcıların dikkatlerini çekebilmek için ihraççının ve konsorsiyumun, özel sektör tahvillerinin parametreleri ve zamanlaması hususunda en iyi kararları almasına yardımcı olabilecektir. Konsorsiyum bankalarının, benzer özel sektör tahvillerine ilişkin “Tamam/Devam” kararlarının sonuçları hakkındaki bilgilere dayanarak, tahvilin ihracının duyurulması veya ertelenmesi konusunda müşterilerine tavsiyede bulunmak için daha iyi bir pozisyona sahip olabilecekleri değerlendirilmektedir.
- (92) Aynı zamanda kendileri de borçlanma araçlarının ihraççısı konumunda bulunabilecek olan bankaların, yatırımcı sıfatıyla ya da rakipler arası bilgi değişimi yoluyla belli bir tahvilin duyurulmasına dair edinecekleri bilgilerin; kendi tahvil işlemlerinin zamanlamasını da buna göre belirlemelerine olanak sağlayacaktır.
- (93) Halka açık tanıtım (*roadshow*) duyuruları da potansiyel yarışan arzlarla ilişkin bir bilgi kaynağı niteliğindedir. Tanıtımlar genellikle, ihraççı, yeni veya nispeten nadir bir ihraççı ise, potansiyel yatırımcılara şirket ve bazen de olası işlemin yapısı hakkında genel bir bilgi edinme şansı sağlamak için, işlem öncesi pazarlama uygulamasının bir parçası olarak gerçekleştirilmektedir. Tanıtımlar ile ilgili bilgilere, finansal haber ve bilgi sağlayıcısı *Bloomberg* ve benzeri platformlar üzerinden erişilebilmektedir.
- (94) Özel sektör tahvil ihracı sürecinin bir diğer adımı, Tamam/Devam kararı ve tahvilin duyurulması kısmıdır. Bu kısımda, özel sektör tahvil ihracının yatırımcılara ilk duyurusu öncesinde, ihraççı ve konsorsiyum bankaları “tamam/devam” görüşmesi olarak adlandırılan bir toplantıda bir araya gelmektedir. Bu görüşmenin amacı, ihraççının, ihraç stratejisini benimsemesini ve böylelikle işlemin duyurulması ve talep toplama sürecinin başlatılması için gerekli izni vermesini sağlamaktır. Yarışan arzlarla ilişkin bilgi verilirken ifade edildiği üzere, tahvil ihracına ilişkin yatırımcılara yapılacak duyuru kararı çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Genel bir kural olarak, pazar ne kadar kalabalık olursa, ihraççı için işlemi duyurmak o kadar az cazip olacaktır. Nitekim ilgili dönemde ihraççının, ihraçtan istediği verimi alamama riskinin artacağı değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, “Tamam/Devam” kararını ilgilendirebilecek unsurlar, işlemin başarısını etkileyebilecek ölçüde olan ve genel olarak mevcut pazar ortamına dair verilerdir.
- (95) “Devam” kararı alındıktan sonra, işlemin pazara duyurusu genellikle *Bloomberg* aracılığıyla yapılmaktadır. Bu duyuruda ihraççı, büyüklük, vade ve IPT hakkında bilgiler yer almaktadır⁶². Bununla birlikte, duyuruda genellikle rayiç değer veya NIP açıklanmamaktadır. Ancak, bir işlemin duyurulmasının ardından, pazardaki oyuncular, özellikle NIP’yi belirlemek için, tahvilin rayiç değeri hakkında bir kanaate ulaşmaya çalışmaktadır. Bunlara ek olarak, nihai getiri olarak da adlandırılan nihai ihraç fiyatı,

⁶² IPT, tahvilin önerilen fiyatını ortaya koymakta, genellikle bir referans değere kıyasla baz puan olarak belirtilmekte ve rayiç değerden etkilenmektedir.

ancak talep toplama süreci sona erdikten sonra yapılan nihai fiyatlandırma görüşmesinde belirlenmektedir.

- (96) Tamam/Devam kararı neticesinde tahvil ihracının yatırımcılara açıklanmasının ardından başlayan talep toplama sürecinde, konsorsiyum bankaları, “*elektronik excel sayfası*” olarak tanımlanabilecek emir defterini açmakta ve satış birimleri aracılığıyla yatırımcılara ulaşmaktadır. Bu çerçevede, ihraç edilen tahvil ile ilgilenen yatırımcılar emirlerini konsorsiyumda rol alan bankalardan birine verebilmekte veya emirlerini birkaç konsorsiyum bankası arasında dağıtabilmektedir. Yatırımcılar, azami bir fiyat ve hacim belirleyerek tahvili belirli koşullarda satın almak için teklifte bulunmaktadır. Burada kapasite ve fiyat arasında olağan bir denge bulunmaktadır. Zira nihai fiyatlandırma, tahvili satın almak için verilen tekliflerin miktarına bağlıdır.
- (97) Konsorsiyum ekipleri yatırımcılarla sadece, “Devam” kararı verilmiş ve duyurusu gerçekleşmiş, yani kamuya açıklanmış özel sektör tahvilleri hakkında bilgiler verebilmektedir. Yatırımcıların emir defteri kapanmadan önce emirlerini vermeleri gerekmektedir. Konsorsiyum ekipleri bu son kapanış tarihini potansiyel yatırımcılara bildirmektedir. Nihai olarak, talep toplama süreci, emir defteri kapatıldığında, yani talep, ihraççının beklediği hacme ve fiyata ulaştığında ya da bunları aştığında veya talep beklentilerin altında kaldığında sona ermektedir.
- (98) Öte yandan, talep toplama sürecindeki bazı detaylara kısaca yer verilmesi gerekmektedir. Bunlar; “talep toplama sürecine ilişkin gizli bilgilerin önemi”, “rehberlik toplantısı” ve “nihai bilgilendirme ve nihai ihraç fiyatı” olarak sayılabilmektedir. Bunlardan ilk olarak “talep toplama sürecine ilişkin gizli bilgilerin önemi” ele alınacaktır. Bu minvalde, talep toplama sürecinde gizli bilgiler; hem belirli bir tahvile ilişkin emir veren yatırımcıların kimliği ve sayısı, hem de emir defterinin planlanan miktarı aşan düzeyde bir talep görüp görmediği, potansiyel olarak diğer bankaları ve yatırımcıları ilgilendiren bilgiler olarak özetlenebilecek olup örnekleri şu şekildedir:
- Planlanan miktardan fazla talep toplayan bir emir defteri, ilgili özel sektör tahvilinin yüksek talep gördüğünü göstermektedir. Bu, ihraççı müşterinin fiyatlandırmayı sıkılaştırabilmesini ve/veya örneğin ikincil pazarda tahvilin performansına faydalı olacak daha uzun vadeli bir yatırım stratejisine sahip, “al ve tut” olarak adlandırılan yatırımcılara (örneğin emeklilik fonları ve sigorta şirketleri) öncelik vererek dağıtım sürecinde daha seçici olabilmelerini sağlamaktadır.
 - Ayrıca, yatırımcı sayısı arttıkça, katılım sürecinden çekilmeye karar verebilecek tekil yatırımcılara olan bağımlılık da azalmaktadır. Bu nedenle, emir defterinde daha çeşitli bir yatırımcı portföyünün bulunması, müşterinin dağıtım sürecini olumlu bir şekilde yönlendirme becerisine katkıda bulunmaktadır.
 - Ek olarak, belirli bir türe veya ülkeye ait yatırımcıların yakın zamanlı yatırım kararlarına ilişkin ayrıntılı bilgiler, bankaların potansiyel ihraççılarla görüşmelerinde faydalı olabilmekte ve teklif talebi sürecinin bir parçası olarak potansiyel müşterilere yapılan sunumlara düzenli olarak dâhil edilmektedir. Son olarak, ihraççı müşteri tarafından belirli bir işlemle ilgili olarak benimsenen yaklaşımın başarılı olup olmadığını da göstermektedir.
- (99) Diğer taraftan, yatırımcılar genellikle, konsorsiyum bankalarının fiyatlandırma da dahil olmak üzere ihraç stratejisine ilişkin yaklaşımlarını etkileyebilecek bilgilere ilgi duymaktadır. Buna karşın aynı zamanda yatırımcılar, ticari çıkarlarına aykırı olabileceğinden, karar alma süreçleri de dâhil olmak üzere kendilerine ait bilgileri geniş

bir toplulukla paylaşma konusunda genellikle isteksizdirler. Özellikle bu tür bilgiler, kendilerinin de katılmayı hedefledikleri başka tahvil ihraçlarına ilişkin fiyatlandırma ve strateji kararlarını etkileyebilecektir. Bu nedenle, yatırımcılara ilişkin bilgiler sadece konsorsiyum içinde paylaşmakta ve dışarıya aktarılmamaktadır.

- (100) Konsorsiyum bankalarının sayılan gizli bilgileri, konsorsiyum dışındaki bankalarla paylaşmasının yasak olduğu bilinmektedir. Bunun yanı sıra bankalar, bu bilgileri, ilgili uyum prosedürlerini takip etmeden, ikincil pazarda işlem yapan kendi takas birimleri veya ekipleriyle de paylaşamayacağı anlaşılmaktadır. Bu bilgiler konsorsiyum dışında, yani bankalar arasında uygunsuz bir şekilde paylaşıldığında, ilgili yatırımcı stratejilerin hesaba katılmasına neden olarak diğer işlemlere yönelik stratejiyi etkileme riski ortaya çıkmaktadır.
- (101) Talep toplama sürecinde değinilmesi gereken bir diğer husus da “rehberlik toplantılarıdır”. Rehberlik toplantıları, talep toplama sürecindeki duruma bağlı olarak⁶³, konsorsiyum bankaları ve ihraççının ileriye yönelik stratejilerine ilişkin karar vermek için yaptığı toplantılardır. Bu toplantıda ihraççı ve konsorsiyum bankalarınca, emir defterinin mevcut hali değerlendirilmekte ve daha sonra konsorsiyum bankaları tarafından ihraççıya, fiyatlandırmanın revize edilip edilmeyeceği ve nasıl revize edileceği hususlarında tavsiyelerde bulunmaktadır.
- (102) Bu kısımda değinilmesi gereken son husus ise “nihai bilgilendirme ve nihai ihraç fiyatı”dır. Bu kısımda, konsorsiyum bankaları ve ihraççı arasındaki son stratejik görüşmelerin ardından nihai bilgilendirme mesajı yayınlanmaktadır. Bu nihai bilgilendirme mesajı ile yatırımcılar nihai getiri (nihai ihraç fiyatı) hakkında bilgilendirilmekte ve “mümkün olan en kısa sürede emir vermeleri” yani emirlerini teyit etmeleri istenmektedir.
- (103) Özel sektör tahvil ihracı sürecine ilişkin değinilecek olan son kısım ise “Talep Dağıtımı” süreci olacaktır. Bu kısımda, özel sektör tahvil ihracı sürecinde talep toplamanın neticelendirilmesi gerçekleştirilmektedir. Talep dağıtım sürecinde, emir defteri kapatıldıktan sonra fazla talep olması durumunda, konsorsiyum bankaları ve ihraççı tarafından taleplerin nasıl dağıtılacağına karar verilmektedir. Bu ahvalde, Avrupa Birliği’nin finansal araç pazarlarına ilişkin 2014/65/EU sayılı direktifi (MIFID 2) neticesinde konsorsiyum bankaları yalnızca bir talep dağıtımı önerebilmekte olup nihai talep dağıtım kararı ihraççı tarafından verilmektedir.
- (104) Diğer taraftan, ihraççılar ve konsorsiyum bankaları, özel sektör tahvillerini nihai yatırımcılara, yani özel sektör tahvilini elinde tutmaya istekli ve tahvili hemen ikincil pazarda yeniden satmayı planlamayan yatırımcılara, satmayı tercih etmektedir. Bu tür yatırımcıların genellikle, ihraççı ile daha uzun vadeli bir yatırım ilişkisi kurmaya istekli olması ve ihraççı tarafından ihraç edilecek mevcut veya farklı özel sektör tahvillerine daha fazla yatırım yapması beklenmektedir. Benzer nedenlerle, ihraççılar, özel sektör tahvili ilk kez duyurulduğunda emir veren yatırımcılara da öncelik vermek isteyebilmektedir, zira bu yatırımcıların özel sektör tahvilini satın alma ve elde tutma, yani ikincil pazarda hemen (yeniden) satmama olasılığı daha yüksek olabilmektedir. Ek olarak, kapanış sonrasında, bazı bankalar kimi zaman NIP ve rayiç değer tahminleri de dâhil olmak üzere yatırımcılarla ek bilgiler paylaşmaktadır. Bununla birlikte, bu tür bilgiler kamuya açık kaynaklarda geniş çapta yer almamaktadır.

⁶³ Örn. ihraca fazla talebin olduğu durumlar.

- (105) İkincil piyasalar; ihraç edilmiş menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasalardır⁶⁴. Özel sektör tahvilleri, birincil piyasada işlem gördükten sonra ikincil piyasalarda da alım satım işlemlerine konu olabilmektedir. Bu kapsamda özel sektör tahvilleri vade sonunu beklemeden ikincil piyasalarda o günkü piyasa koşullarında nakde çevrilebilmekte olup nakde çevrileceği tarihteki piyasa koşulları geçerlidir.
- (106) Söz konusu işlemler borsada yahut borsa dışında gerçekleştirilebilir olup anılan piyasada, bahsedildiği üzere ihraççı teşebbüs ile yatırımcı ilk kez ve doğrudan doğruya karşılaşmamaktadır. Dolayısıyla birincil piyasalardan farklı olarak ikincil piyasalarda yalnızca yatırımcılar bulunmaktadır.

H.3. İlgili Pazar

H.3.1. İlgili Pazara İlişkin Avrupa Komisyonu Kararları

H.3.1.1. Avrupa Komisyonunun SSA Tahvilleri Kararı⁶⁵

- (107) İlgili karara yönelik süreç; Deutsche Bank AG, DB Group Services UK Limited ve Deutsche Securities Inc. (DEUTSCHE BANK) tarafından 04.08.2015 tarihinde yapılan pişmanlık başvurusu ile başlamış ve bu kapsamda Komisyon tarafından yapılan değerlendirmede; Bank of America Corporation ve Merrill Lynch International (BAML); Crédit Agricole SA, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (CRÉDIT AGRICOLE); Credit Suisse Group AG ve Credit Suisse Securities Europe Limited (CREDIT SUISSE) ve DEUTSCHE BANK'ın⁶⁶ piyasadaki davranışlarını koordine etmelerine olanak tanıyacak şekilde bazı çalışanları aracılığıyla rekabete duyarlı bilgi değişiminde bulundukları ve böylece ABD doları cinsinden ihraç edilen USD SSA (Supra-sovereign, Sovereign ve Agency) tahvillerinin⁶⁷ alım satımına ilişkin ikincil piyasada müşterileri ve rakipleri karşısında avantaj elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan, kartele konu davranışların sık sık ikili temaslarla desteklenen çok taraflı kalıcı sohbet odaları aracılığıyla gerçekleştirildiği belirtilmiştir.
- (108) Bu doğrultuda bahse konu teşebbüslerin kartele konu davranışlarıyla;
- Tahvillerin alım satımlarına yönelik birbirleriyle doğrudan rakip oldukları veya potansiyel olarak rakip olacakları durumlarda belirli müşterilere verecekleri teklif ve/veya önerecekleri fiyatlar üzerinde anlaştıkları,
 - Belirli müşterilerin gerçek zamanlı stratejileri ve faaliyetleri, yaklaşan işlemler ve konsorsiyum süreci ilgili olarak her bir bankanın iç kaynaklarından edindikleri

⁶⁴ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı Ö.İ.K Raporu, Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Yayın No: DPT:2191-Ö.İ.K:346 Ankara, 1989.

⁶⁵ Case AT.40346, 28.04.2021.

⁶⁶ İhlalin toplam süresi boyunca;

- BAML ilk olarak 19.01.2010 tarihinden 23.10.2012 tarihine kadar ve daha sonra 22.07.2014 tarihinden 27.01.2015 tarihine kadar,
- CRÉDIT AGRICOLE 10.01.2013 tarihinden 24.03.2015 tarihine kadar,
- CREDIT SUISSE 21.06.2010 tarihinden 24.03.2015 tarihine kadar,
- DEUTSCHE BANK ise 19.01.2010 tarihinden 28.03.2014 tarihine kadar

söz konusu kartelde yer almıştır.

⁶⁷ SSA (Supra-sovereign, Sovereign ve Agency) tahvilleri; devletler/uluslar üstü, devlet ve yarı kamu/devlet tahvillerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda ilgili karara konu olan anlaşma ve/veya uyumlu eylemler; Avrupa Yatırım Bankası, Amerikalılar Arası Kalkınma Bankası gibi yetkileri ulusal sınırları aşan devletler üstü kurumlar tarafından ihraç edilen tahvilleri, merkezi hükümetler tarafından kendi iç hukuklarından farklı bir kanun kapsamında ve/veya hükümetin kendi yerel para birimi dışında bir para biriminde ihraç edilen yabancı devlet tahvilleri ve il, bölge ve belediye yönetimleri ile devlet güdümündeki kurumlar tarafından ihraç edilen tahvilleri kapsamaktadır.

bilgileri, belirli USD SSA tahvil işlemleri için gerekli olanın ötesine geçecek şekilde tartıştıkları,

- Belirli tahviller için broker ekranlarında veya gelen müşteri taleplerine yanıt olarak, piyasaya gösterecekleri fiyatlar üzerinde anlaştıkları,
- Belirli tahviller ve vadeler için son fiyatlarını veya mevcut fiyatlandırma stratejilerini alım satım günü boyunca fark (*spread*)⁶⁸ veya fiyat cinsinden açıklayarak birbirlerinin stratejilerini uyumlu hale getirdikleri,
- Birbirleriyle rakip konumda oldukları durumlarda, teklif vermekten kaçındıkları veya verilen teklifleri piyasadaki (tipik olarak bir broker ekranından) kaldırdıkları

ifade edilmiştir.

- (109) Komisyon tarafından yapılan değerlendirmede, yukarıda belirtilen davranışların birbiriyle ilişkili olduğu ve çoğu zaman örtüştüğü, bu bağlamda fiyatlar veya ticari faaliyetlere ilişkin teşebbüsler arasında var olan koordinasyona, rekabete duyarlı bilgi değişiminin de eşlik edeceği belirtilmiştir. En az 19.01.2010 tarihinden 24.03.2015 tarihine kadar süren ihlalin toplam süresi boyunca her bir teşebbüsün yukarıda belirtilen davranışların en az birini yapmak suretiyle ilgili karteğe taraf olduğu değerlendirilmiştir.
- (110) Sonuç olarak Komisyon tarafından BAML, CRÉDIT AGRICOLE, CREDIT SUISSE ve DEUTSCHE BANK'ın USD SSA tahvilleri piyasasında rekabeti kısıtlama ve/veya bozma amacı taşıyan anlaşma ve/veya uyumlu eylemlerde bulunmak suretiyle Avrupa Birliği'nin İşleyişine Dair Antlaşma'nın (ABİDA) 101. maddesinin birinci fıkrası ve Avrupa Ekonomik Alanı Anlaşması'nın (AEAA) 53. maddesinin birinci fıkrasının ihlal ettiği sonucuna varılmıştır. Bu kapsamda, 1/2003 sayılı Avrupa Konseyi Tüzüğü'nün 23. maddesi ikinci fıkrası gereğince karteğe konu davranışları nedeniyle BAML, CRÉDIT AGRICOLE ve CREDIT SUISSE'e yaklaşık 28 milyon Avro para cezası verilmesine, pişmanlık başvurusunda bulunan DEUTSCHE BANK'ın ise tam bağışlıktan faydalanarak cezadan muaf tutulmasına karar verilmiştir.

H.3.1.2. Avrupa Komisyonunun Avrupa Devlet Tahvilleri Kararı⁶⁹

- (111) Komisyon kararına konu soruşturma, 29.07.2015 tarihinde NatWest Markets Plc, NatWest Markets N.V., NatWest Group plc (NATWEST) tarafından yapılan pişmanlık başvurusu ile açılmış, sonrasında ilgili süreç; UBS AG, UBS Group AG (UBS) ve Natixis S.A.'nin (NATIXIS) pişmanlık başvurularıyla devam etmiştir.
- (112) Komisyon tarafından; Unicredit S.p.A., UniCredit Bank AG (UNICREDIT), Nomura International plc, Nomura Holdings, Inc. (NOMURA), Bank of America Corporation, Bank of America National Association (BANK OF AMERICA), Portigon AG (PORTIGON), NATWEST, UBS ve NATIXIS'in yaklaşık beş yıl boyunca Avrupa Devlet Tahvillerinin (ADT)⁷⁰ ihraç işlemlerine yönelik birincil ve ikincil piyasada karteğe konu davranışlar gerçekleştirdiği ifade edilmiştir.
- (113) Bu kapsamda yapılan değerlendirmede; birincil ve ikincil piyasada gerçekleşen işlemlerin birbirlerini önemli ölçüde etkilediği ve birincil piyasaya ilişkin bilgilerin, ikincil piyasa işlemleriyle doğrudan veya dolaylı olarak alakalı olabileceği vurgulanmıştır.

⁶⁸ Menkul kıymetlerin veya genel anlamda finansal varlıkların alış ve satış fiyatları arasındaki farka spread denilmektedir.

⁶⁹ Case AT.40324, 20.05.2021.

⁷⁰ ADT, Avrupa hükümetlerinin harcamaları veya yatırımlarını finanse etmek için nakit toplamalarına veya mevcut borçlarını yeniden finanse etmelerine olanak tanıyan bir borçlanma senedi türüdür.

Buna göre, piyasa yapımcılarının⁷¹ emir akışlarını görmek ve tahvil talebini tahmin etmek yönünden iyi bir konumda olduğu, bu nedenle ikincil piyasada işlem gören tahvillerin talebine ve dolayısıyla fiyatına ilişkin belirsizlikleri azaltabilecek bilgilere sahip olacağı ve birincil piyasada aktif olmayan yatırımcıların bile bu bilgilerin açıklanmasından ikincil piyasadaki alım satım faaliyetleri açısından fayda sağlayabileceği belirtilmiştir.

- (114) Ayrıca Komisyon tarafından; birincil piyasada gerçekleşecek bir ihale/konsorsiyum öncesinde, yatırımcıların beklenen getiri eğrisini tahmin ederek ADT veya referans tahvil için ikincil piyasada pozisyon aldıkları, birincil piyasada gerçekleşecek ihaleye ilişkin olarak rakiplerin ikincil piyasada ne şekilde davrandıklarına dair her türlü ayrıcalıklı bilginin, yatırımcılara ihaleye katılırken avantaj sağlayacağı da ifade edilmiştir.
- (115) Öte yandan, ilgili kararda, Ocak 2007 ile Kasım 2011 arasındaki dönemde⁷² adı geçen teşebbüslerin birbirleriyle yüz yüze, telefon, anlık mesajlar ve kalıcı sohbet odaları aracılığıyla yakın temaslarda bulunduğu, kalıcı sohbet odalarındaki temaların düzenli olarak, bazen her gün, özellikle de ADT ihale dönemlerinde gerçekleştirildiği, iletişim sırasında teşebbüslerin teknik jargon, kısaltmalar, takma adlar ve kodlar kullandıkları belirtilmiştir.
- (116) Komisyon, bahse konu temaları, birbiriyle iç içe geçmiş ve kısmen örtüşen aşağıdaki dört anlaşma ve/veya uyumlu eylem kategorisi altında ele almıştır:
- Birincil piyasadaki davranışa bağlı olarak ikincil piyasada geçerli olan piyasa fiyatını etkileme girişimleri,
 - Birincil piyasada verilecek teklifleri koordine etme girişimleri,
 - Birincil piyasada daha önce verilen ancak sonrasında fiyatı artırılan teklifleri koordine etme girişimleri,
 - İkincil piyasalarda ADT'lerin bireysel işlemlerine ilişkin belirli karşı taraflar için fiyatlandırma unsurları, pozisyonlar ve/veya hacimler, stratejiler; borç yönetim ofislerine verilen bireysel tavsiyeler ile konsorsiyum sürecindeki unsurlar da dâhil olmak üzere diğer rekabete duyarlı bilgi değişimleri.
- (117) Ayrıca yapılan değerlendirmede, kartele taraf olan teşebbüslerin aralarında gerçekleştirdikleri söz konusu davranışlar ile piyasa katılımcıları, bankalar, müşteriler veya borç yönetim ofisleri karşısında, piyasadaki rekabete yönelik riskleri bilmek ve ADT ihracı ve/veya ticareti ile ilgili şeffaflığı arttırmak ve belirsizlikleri azaltmak suretiyle piyasadaki faaliyetlerinde birbirlerine yardımcı olmayı amaçladıkları belirtilmiştir.

⁷¹ Piyasa yapımcıları, devlet iç borçlanma senetlerinin birincil piyasasında talep yaratmak ve ihracı gerçekleştirilen kıymetlerin ikincil piyasada aktif işlem görmesini sağlamak amacıyla faaliyette bulunmak üzere devlet tarafından seçilen finansal araçlardır.

Ayrıca bkz. AYDIN, Ayşe Berfu. *Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara 2005, s.xi.

⁷² İhlalin toplam süresi boyunca;

- BANK OF AMERICA 29.01.2007 tarihinden 06.11.2008 tarihine kadar,
- NATIXIS 26.02.2008 tarihinden 06.08.2009 tarihine kadar,
- NATWEST 04.01.2007 tarihinden 28.11.2011 tarihine kadar,
- NOMURA 18.01.2011 tarihinden 28.11.2011 tarihine kadar,
- PORTIGON 19.10.2009 tarihinden 03.06.2011 tarihine kadar,
- UBS 04.01.2007 tarihinden 28.11.2011 tarihine kadar ve
- UNICREDIT ise 09.09.2011 tarihinden 28.11.2011 tarihine kadar

söz konusu kartelde yer almıştır.

- (118) Sonuç olarak Komisyon tarafından adı geçen teşebbüslerin ADT piyasasında rekabeti kısıtlamak ve/veya bozmak amacı taşıyan anlaşma ve/veya uyumlu eylemlerde bulunmak suretiyle ABİDA'nın 101. maddesinin birinci fıkrası ve AEAA'nın 53. maddesinin birinci fıkrasının ihlal ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda, BANK OF AMERICA ve NATIXIS'e zamanaşımından dolayı ceza verilmezken, 1/2003 sayılı Avrupa Konseyi Tüzüğü'nün 23. maddesi ikinci fıkrası gereğince kartele konu davranışları nedeniyle NOMURA, PORTIGON⁷³, UBS⁷⁴ ve UNICREDIT'e yaklaşık toplam 371 milyon Avro para cezasına verilmesine karar verilmiştir. Öte yandan Komisyon, NATWEST'i tam bağışıklıktan yararlandırarak cezadan muaf tutmuştur.

H.3.1.3. İngiliz Rekabet Otoritesinin Devlet Tahvilleri Kararı⁷⁵

- (119) CMA, 21.02.2025 tarihinde, 5 bankanın (Citi, Deutsche, HSBC, Morgan Stanley, RBC) Birleşik Krallık devlet tahvillerinin alım/satımıyla ilgili olarak Birleşik Krallık devlet tahvillerinin fiyatlandırılmasına ilişkin rekabete hassas bilgi değişimi yapmak suretiyle rekabet hukukunu ihlal ettiğine hükmederek ilgili bankalarla yürütülen uzlaşma sürecinin sonunda toplamda 100 milyon sterlinin üzerinde para cezası uygulanmasına karar vermiştir. Söz konusu rekabete hassas bilgi değişimlerinin, 2009-2013 yılları arasında çeşitli tarihlerde her biri farklı iki bankadaki *trader* arasında tahvil ve tahvil varlık takaslarının alım ve satımına ilişkin olarak iki taraflı *Bloomberg* sohbet odalarında gerçekleştiği tespit edilmiştir.

H.3.2. İlgili Ürün Pazarı

- (120) İlgili Pazarın Tanımlanmasına İlişkin Kılavuz'da (İlgili Pazar Kılavuzu) belirtildiği üzere, ilgili ürün pazarının tespitinde; ürünü satın alanların veya hizmetten yararlananların gözünde ürünün/hizmetin fiyatı, kullanım amaçları, fiziksel özellikleri ve nitelikleri bakımından aynı sayılan ya da yüksek ikame edilebilirliği olan mal ve hizmetlerden oluşan pazar dikkate alınmaktadır.
- (121) Dosya konusu iddialar özel sektör tahvil ihraç sürecinde faaliyet gösteren bankalar/aracı kurumlar arasında gerçekleşen rekabet ihlallerine ilişkindir. Bu kapsamda genel anlamda borçlanma araçları arasında yer alan tahvillere ve finansman bonolarına; daha dar anlamda ise özel sektör tahvillerine ve finansman bonolarına değinilmesi önemlidir.
- (122) Tahviller, devletlerin ya da özel sektör teşebbüslerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir. Teşebbüsler veya devletler, tahvil ihraç ederek finansman ihtiyaçlarını karşılarken bunun karşılığında tahvili elinde tutan yatırımcıya sabit veya değişken bir faiz ödemekte ve vade sonunda yine tahvili elinde tutan yatırımcıya anaparayı geri ödemektedir.
- (123) Dosya konusu iddiaları detaylandırmak üzere finansman bonolarına da değinmek gerekmektedir. Finansman bonoları, Borçlanma Araçları Tebliği ((VII-128.8)'ne göre; *"İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan*

⁷³ 1/2003 sayılı Avrupa Konseyi Tüzüğü'nün 23. maddesi ikinci fıkrası uyarınca her bir teşebbüse uygulanacak para cezası, Komisyon kararı tarihinden önceki iş yılına ait toplam cironun %10'unu aşamamaktadır. Bu çerçevede, 2020 yılı net cirosu negatif tutarlı olan PORTIGON'a para cezası verilmemiştir.

⁷⁴ Soruşturmada sürecindeki işbirliğinden dolayı UBS'ye verilen para cezasında %45 oranında indirim uygulanmıştır.

⁷⁵ <https://www.gov.uk/cma-cases/financial-services-sector-suspected-anti-competitive-practices#infringement-decisions-and-settlement> Erişim Tarihi:12.03.2025.

borçlanma aracını” ifade etmekte olup ihraççı tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılır. Bunun karşılığında ise bonoyu elinde tutan yatırımcıya sabit veya değişken bir faiz ödemekte ve vade sonunda yine tahvili elinde tutan yatırımcıya anaparayı geri ödemektedir. Finansman bonoları yalnızca özel sektör tarafından ihraç edilmemekte olup devletler de kısa vadeli kaynak ihtiyaçlarını karşılamak adına “hazine bonosu” ihraç edebilmektedir. Bu borçlanma yöntemiyle ihraççılar, kendilerine kısa vadeli kaynak sağlarken bu borçlanma aracına yatırım yapan yatırımcılarsa fon fazlaları ile kısa vadeli yatırım yapmış olmaktadır. Son olarak, tahviller için sayılmış olan esaslar, mahiyetine uygun düştüğü ölçüde finansman bonolarında da kıyasen uygulanır⁷⁶.

- (124) Bu çerçevede, yatırımcılar gözünde özel sektör tahvilleri ve finansman bonoları ile devlet tahvilleri ve hazine bonoları olmak üzere yatırım yapılabilen temelde iki tür borçlanma aracının olduğu görülmektedir.
- (125) Devlet tahvilleri ile bonoları ve özel sektör tahvilleri ve bonolarının ihraç edilme amaçları esasen aynıdır. İki tahvil türü de, ihraççıya orta-uzun dönem finansman kaynağı sağlamak üzere ihraç edilir. Bununla birlikte özel sektör ve devlet tarafından ihraç edilen tahvil ve bonolar arasında farklar da bulunmaktadır. İhraççılar bakımından ilk farka bakıldığında, özel sektör tahvil ve bonoları yalnızca özel sektör teşebbüsleri bakımından ihraç edilebilirken devlet tahvilleri ve hazine bonoları ise yalnızca devletler tarafından ihraç edilmektedir. Yatırımcılar açısından bakıldığında ise, örneğin devlet tahvilleri ve hazine bonoları, yatırımcılar için daha güvenli, daha risksiz bir yatırım aracı olarak kabul edilirken özel sektör tahvilleri ve finansman bonoları, yani teşebbüsler tarafından ihraç edilen tahviller ve bonolar, yatırımcılar tarafından daha riskli olarak kabul edilmektedir. Şöyle ki; özel sektör tahvilleri ve finansman bonoları (şirket tahvilleri/bonoları), şirketin iflas etmesi ve faiz ile anapara ödemesinde temerrüde düşmesi açısından devlet tahvillerine ve hazine bonolarına oranla daha yüksek risk taşırlar⁷⁷. Öte yandan, devlet tarafından ihraç edilen tahviller ve hazine bonoları doğrudan devlet güvencesi altında olduklarından, özel sektör tahvillerine ve finansman bonolarına nazaran daha az risk içerirler. Bağlantılı olarak, yatırım araçlarının genelinde geçerli olduğu üzere; risk ve getiri birbirleriyle doğru orantılıdır. Bir yatırım aracının riski ne kadar fazla ise getirisi de o kadar fazladır. Dolayısıyla, daha riskli olarak kabul edilen özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının getirisi genellikle devlet tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarına nazaran daha fazladır. İşbu dosya kapsamında incelenen iddialar özel sektör tahvil ve bonolarına ilişkin olduğundan devam eden açıklamalar yalnızca bu borçlanma araçlarına yönelik olarak yapılmıştır.
- (126) İlgili borçlanma araçlarının ihraç süreçlerine bakıldığında, bu işlemlerin genellikle aracılık etmek üzere yetkilendirilmiş bir yatırım kuruluşu vasıtası ile yürütüldüğü anlaşılmıştır. Önceki bölümde ayrıntılı olarak izah edildiği üzere, tahvil ve bonoların ihracına aracılık faaliyeti yalnızca SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluşlar tarafından yürütülebilmektedir⁷⁸. İhraççıların bu kurumlardan aldığı hizmetlere bakıldığında bunların temel olarak, belli bir ücret karşılığında, koordinasyon, teklif toplama ve tahvilin veya bononun nihai koşullarının tespitine yönelik olarak danışmanlık, referans fiyat bilgileri, pazar bilgilerinin sağlanması ile bu sürece dair yasal belgeleri hazırlamak, ihraç ödemelerinin yapılması, varsa garantörlük hizmeti gibi hizmetlerden oluştuğu

⁷⁶ Borçlanma Araçları Tebliği ((VII-128.8) md. 33.

⁷⁷ Bkz. <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/136/ozel-sektor-borclanma-aracлари> Erişim Tarihi: 27.02.2025.

⁷⁸ Bkz. 6362 sayılı Kanun'un 3. maddesinin birinci fıkrasının (v) bendi uyarınca aynı kanunun 37/1. maddesinde sayılan kurumlar.

görülmüştür. Bu süreç bakımından özel sektör borçlanma araçlarının ihracında yatırım kuruluşlarınca sunulan hizmetlerin esasen benzer nitelikte olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, birincil piyasalarda, ihraca aracılık eden kuruluşların sunduğu hizmetler bakımından herhangi bir alt ayrıma gidilmesine gerek olmadığı değerlendirilmiştir.

- (127) Bunlara ek olarak, ihraç edilen tahvillerin ve bonoların işlem gördüğü piyasalara değinmek faydalıdır. Tahviller ile bonolar birincil ve ikincil piyasalarda işlem görürler. Birincil piyasa, ihraç süreci de dâhil olmak üzere, ihraççı kuruluş tarafından yatırımcılara ilk defa ihraç edilen (satılan) tahvillerin satın alındığı piyasadır. Tahviller, birincil piyasada bir ihale süreci olan halka arz veya halka arz edilmeksizin tahsisli bir ihraç yöntemi olan konsorsiyum yoluyla ihraç edilebilir. Birincil piyasada gerçekleştirilen ilk ihracından sonra tahviller ve bonolar, diğer herhangi bir ciro edilebilir araç gibi, çeşitli piyasa oyuncularını arasında alınıp satılabilir. Bu tür işlemlerin yapıldığı piyasa ikincil piyasa olarak adlandırılır. Tahvil ve bono piyasalarındaki ana katılımcılar, ihraççılar, nihai yatırımcılar, finansal kuruluşların tüccarları, satış temsilcileri ve aracılardır. Katılımcıların amacı, piyasa riskini kontrol ederken kârlarını maksimize etmek ve/veya maliyetlerini minimuma indirmektir⁷⁹.
- (128) Bu bağlamda, özel sektör teşebbüsleri tarafından ihraç edilen tahviller ve bonoların, birincil ve ikincil piyasalarda işlem görmektedir. Yukarıda ayrıntılı olarak izah edildiği üzere, birincil piyasalarda gerçekleşen faaliyetler, ilgili tahvil ihracı işleminin tamamlanması ve ilk yatırımcıya satılmasından ibaret iken; ikincil piyasalardaki işlemler satın alınmış olan tahvillerin diğer alıcılara yeniden satımına ilişkindir. Bu faaliyetler nitelik bakımından birbirinden ayrışırken söz konusu pazarlar arasında dikey bir ilişki mevcuttur. Bununla birlikte, ilk ihraçta tahvil satın alan yatırımcıların aynı zamanda ikincil piyasa oyuncularını da olabilecekleri dikkate alındığında, dosyada yapılan değerlendirmeler bakımından her iki piyasa arasında farklılaştırma yapılmasına gerek bulunmadığı sonucuna varılmıştır. Bu minvalde, ilgili ürün pazarının, "*birincil ve ikincil piyasalarda özel sektör tahvil ve bono hizmetleri pazarı*" olarak tanımlanabileceği değerlendirilmiştir.
- (129) Bununla birlikte, İlgili Pazar Kılavuzu'nun 20. paragrafında "*... inceleme konusu işlem, gerek ürün gerekse coğrafi açıdan olası alternatif pazar tanımları çerçevesinde rekabet açısından endişeler yaratmıyorsa ya da alternatif tüm tanımlar açısından rekabeti bozucu bir etki söz konusu oluyorsa pazar tanımı yapılmayabilir.*" ifadesine yer verilerek, alternatif pazar tanımlarının sonucu etkilemediği durumlarda ilgili pazarın tayin edilmeyebileceği belirtilmiştir. Bu çerçevede dosya konusu iddialara ilişkin yapılacak değerlendirmelere etki etmeyeceğinden ilgili ürün pazarı tanımı yapılmamıştır.

H.3.3. İlgili Coğrafi Pazar

- (130) Dosya kapsamında ulaşılan sonucu değiştirmedeğinden ilgili coğrafi pazar tanımı yapılmasına gerek görülmemiştir.

H.4. Değerlendirme

H.4.1. Özel Sektör Tahvilleri Piyasası Özelinde Rakipler Arası Rekabeti Sınırlayıcı Anlaşma ve Uyumlu Eylemlere Yönelik Teorik Çerçeve

- (131) Dosya kapsamında iddialara konu belgelerin değerlendirmelerine yer vermeden önce, belge içeriklerinde yer alan davranışların 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğine yönelik olarak açıklamalara yer verilmiştir.

⁷⁹ CASE AT.40346.e

- (132) 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesinde *"Belirli bir mal veya hizmet piyasasında doğrudan veya dolaylı olarak rekabeti engelleme, bozma ya da kısıtlama amacını taşıyan veya bu etkiyi doğuran yahut doğurabilecek nitelikte olan teşebbüsler arası anlaşmalar, uyumlu eylemler ve teşebbüs birliklerinin bu tür karar ve eylemleri hukuka aykırı ve yasaktır."* hükmü yer almaktadır. Söz konusu hüküm çerçevesinde, teşebbüslerin, rekabete etki eden parametrelerde rakipleriyle ortak hareket etmesi yahut birbirlerinin davranışları hakkında bilgi sahibi olmaları ve bu şekilde rakiplerin davranışlarındaki belirsizliğin ortadan kaldırılması ile bu suretle piyasadaki şeffaflığın artırılması ilgili hüküm kapsamında ele alınmaktadır. Bu bakımdan, teşebbüslerin, pazardaki rekabete etki eden hususlardaki iktisadi kararlarını bağımsız bir biçimde alması beklenmektedir. Öyle ki rekabet olgusu, her bir teşebbüsün kendi rekabet yetenekleri ve kapasitesi çerçevesinde pazarda bağımsız olarak hareket etmesini ve pazar davranışlarını rakiplerinin pazar davranışlarıyla koordine etmemesini gerektirmektedir.⁸⁰
- (133) Bundan hareketle, 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi hükmünde yer alan anlaşma kavramı, rekabet hukuku uygulamasında borçlar hukukunda olduğundan daha geniş yorumlanmakta olup anlaşmanın yazılı olması, hukuki bağlayıcılığının bulunması veya bir yaptırım içermesi gerekmemektedir. Aksine, anlaşma kavramı, bir teşebbüsün bağımsız kararlar almasının önüne geçen her türlü teşebbüsler arası irade uyuşmasını ifade etmektedir. Bu bağlamda, rakipler arasında gerçekleşen bazı bilgi değişimi fiilleri, 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi çerçevesinde anlaşma ve/veya uyumlu eylem kapsamında değerlendirilebilmektedir. Bilgi değişimleri, fiyat başta olmak üzere; rekabet ortamını bozabilecek hassas bilgiler içermeleri halinde rekabet hukuku açısından ihlal niteliğine bürünebilmektedir. Nitekim rakipler arasında hassas nitelikteki bilgilerin değişimi, pazarı şeffaflaştırarak, teşebbüslerin bağımsız alması gereken kararlarda koordinasyon doğurucu etkiler yaratarak rekabeti önemli ölçüde azaltabilmekte ve hatta tamamıyla ortadan kaldırılabilmektedir.
- (134) Yatay İşbirliği Anlaşmaları Hakkında Kılavuz'da (Yatay Kılavuz) da belirtildiği üzere fiyat, miktar, müşteriler, maliyet, satış verileri, kapasite kullanım oranları, teklif şartnameleri içerikleri, sözleşme maddeleri, stok durumları, Ar-Ge çalışmaları, yatırım planları gibi bilgiler teşebbüs stratejilerini etkileyen rekabete duyarlı bilgiler olarak kabul edilmektedir. Bunlara ek olarak, rakipler arasında bilgi değişimleri, karşılıklı olabileceği gibi tek taraflı da gerçekleşebilmektedir. Tek taraflı bilgi paylaşımının karşılıklı bilgi paylaşımına göre daha az risk arz ettiği söylenebilecekse de paylaşılan bilginin rekabete duyarlı/stratejik bir bilgi olması durumunda rakip teşebbüslere tek taraflı yapılan bu tür paylaşımlar da ihlal olarak ele alınabilmektedir⁸¹.
- (135) Öte yandan rakipler arası bilgi değişimleri teşebbüslerin rakiplerinin çeşitli parametrelere (satış fiyatı, üretim miktarı, stok durumu, müşteriler, vs.) ilişkin stratejileri hakkında bilgi sahibi olmalarını sağlayarak rekabeti sınırlayıcı, rakip teşebbüsler arasında koordinasyon yaratıcı, hatta kimi zaman uygulanmakta olan bir kartel anlaşmasının takibini kolaylaştırıcı etkilere sahip olabileceği gibi, taraflar arasındaki bilgi asimetrisini ortadan kaldırarak, teşebbüslerin kendilerini rakipleriyle kıyaslamasını sağlayarak ve gerek teşebbüslerin gerekse tüketicilerin araştırma maliyetlerini azaltarak etkinlik kazanımlarına da yol açabilmektedir. Fiyat veya miktar tespiti amacını taşıyan bir anlaşma niteliğinde olan ya da üzerinde uzlaşılan kurallara uyup

⁸⁰ WHISH, R. (2006), *Information Sharing Agreements*, Swedish Competition Authority (der.), The Pros and Cons of Information Sharing içinde, Kalmar, İsveç.

⁸¹ Yatay İşbirliği Anlaşmaları Hakkında Kılavuz para. 46 ve Örneğin, Kurulun 11.04.2007 tarihli ve 07-31/325-120 sayılı, 18.04.2011 tarihli ve 11-24/464-139 sayılı, 28.11.2017 tarihli ve 17-39/636-276 sayılı kararları.

uymadığının takibini sağlayarak kartelin işleyişini kolaylaştıran bilgi değişimleri doğrudan kartel olarak nitelendirilebilmekle birlikte⁸², etkinlik kazanımları doğuran bilgi değişimleri niteliğine göre menfi tespit ya da muafiyet kapsamında yer alabilmektedir.

- (136) Özetle teori ve uygulama, bilgi değişiminin pek çok rekabetçi pazarın ortak bir özelliği olduğunun ve çeşitli etkinlik kazanımları sağlayabildiğinin de altını çizmektedir. Söz gelimi bilgi değişimi sayesinde bilgi asimetrilerinden kaynaklanan çeşitli problemler giderilebilmekte, kıyaslama gibi uygulamalar yoluyla firmalar etkinliklerini artırabilmekte veya arama maliyetlerinin düşmesi sayesinde tüketicilerin seçim özgürlüğü artabilmektedir. Hal böyleyken, iktisadi etkinliği ve tüketici refahını artırmayı hedefleyen rekabet hukukunun problemi “zararsız veya etkinlik üzerinde yararlı etkiye sahip olan bilgi değişimlerini, anlaşmalı davranışı kolaylaştırmak suretiyle rekabetçi süreci ciddi şekilde tehdit edenlerden ayırmaktır.”⁸³ Bu ayrımın nasıl yapılabileceği sorusuna cevaben gerek iktisatçılar, gerekse rekabet otoriteleri ve mahkemeler, genellikle her bir dosya özelinde ilgili pazarın yapısının, değiştirilen bilginin doğasının ve değişimin nasıl yapılandırıldığına incelenmesi gerektiği yanıtını vermektedirler.
- (137) Söz konusu teorik açıklamalar doğrultusunda, dosya kapsamında özel sektör tahvilleri ve bonolarının⁸⁴ birincil ve ikincil nitelikteki pazarlarında gerçekleşen davranışların ne cihetle 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesine aykırılık teşkil edebileceğinin ortaya konulması önem arz etmektedir. Bu minvalde, özel sektör tahvil ve bono ihraçları; ihraç süreçlerinin gerçekleştirilmesi ve ihracı tamamlanmış olanların ikincil piyasalarda yatırımcılara satılması şeklinde iki aşamada ele alınmıştır. İhraç sürecinde, bu sürecin yürütülmesi ve tamamlanması aşamalarında rol alan bankaların davranışları 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesi kapsamında değerlendirilebilecektir. Diğer yandan, ihracı tamamlanmış tahvillerin birincil piyasadan çıkarak ikincil piyasalardaki yatırımcılara satışı aşamasında rol alan teşebbüslerin davranışları da aynı hüküm kapsamında ele alınabilecektir. Bu çerçevede ilk olarak, birincil piyasalarda gerçekleştirilen davranışlar, ikinci olarak ise ikincil piyasalarda ortaya çıkan davranışlar 4054 sayılı Kanun’un 4. maddesi kapsamında ele alınmıştır.
- (138) Tahvil ihracının başlatılması ve tamamlanması ile ilk yatırımcılara satışı aşaması birincil piyasa olarak adlandırılmaktadır. Bu aşamada genellikle yatırım kuruluşları (yatırım şirketleri, aracı kurumlar vs.), potansiyel tahvil ve bono ihraççıları tarafından yetkilendirilmek için ihraççı teşebbüslere; söz konusu ihraç işleminin başarılı bir şekilde tamamlanması için gerekli olan; tahvil ve bono piyasasının durumu, tahvillerin ve bonoların fiyatlaması, vadesi ve piyasada aktif işlem görmüş/gören/görececek olan benzer borçlanma araçlarının koşulları hakkında bilgiler sunmaktadırlar. Aracı kurumların bu tür bilgilere sahip olması kural olarak sektör hakkındaki tecrübelerine ve rekabete hassas bilgi değişimi niteliği taşımayan vasıtalarla elde ettikleri bilgilere dayanmaktadır. Dolayısıyla, ilgili piyasada ihraç edilecek olan tahvillere ilişkin bilgileri haiz olmak, yatırım kuruluşlarının aracılık ettikleri işlemin başarısı bakımından önem arz etmektedir. Bu sayede, bu kuruluşlar tahvil ihraçları bakımından rakiplerinden bir adım öne geçmekte ve daha fazla ihraççı tarafından yetkilendirilme potansiyeline

⁸² Bilgi değişimlerinin, taraflar arasında hâlihazırda mevcut bir anlaşmanın yürütülmesine ilişkin olabileceği gibi rekabete hassas bilgilerin değişimini içeren teşebbüsler arası irtibatların bizatihi kendilerinin de anlaşma ve/veya uyumlu eylem olarak nitelendirilebileceği Yatay Kılavuz’un 41. paragrafında yer alan “*Bilgi değişimi, bir anlaşmanın temel konusunu oluşturabileceği gibi, başka bir yatay anlaşmanın parçası da olabilir*” ifadesiyle ortaya konmaktadır.

⁸³ WHISH, R. (2006), “Information Sharing Agreements”, Swedish Competition Authority.

⁸⁴ Gerekçeli kararın bundan sonraki bölümlerinde özellik arz etmediği sürece bonolara ilişkin açıklamaları da kapsayacak şekilde tahvil ifadesi kullanılacaktır.

kavuşmaktadır. Böylelikle anılan teşebbüslerin gerek yetkilendirmede oynadıkları roller bakımından, gerek ihraç işleminin başarısı, kapsamı ve yatırımcıların niteliği bakımından gerekse süreç boyunca yaptıkları hizmetlerden elde edecekleri ücret bakımından rekabette öne geçmeleri mümkün olmaktadır.

- (139) Bu bağlamda birincil piyasalarda gündeme gelebilecek rekabet karşıtı endişelerden ilki, ihraç sürecinde, yatırım kuruluşlarının ilgili pazarda işlem görmüş/gören/görecektir olan borçlanma araçlarına ilişkin rekabete hassas çeşitli bilgileri birbirleri ile paylaşmasıdır. Bu durum, yetkilendirilmedikleri işlemlerde, ihraççıların ücretleri belirli dilimlere ve/veya rollere nasıl tahsis etmeyi seçtiğine ilişkin çeşitli bilgileri alan kuruluşların, ihraççılara gelecekte yapacakları tekliflerde ve/veya diğer ticari bilgilendirme materyallerinde kullanabilecekleri ek pazar iç görüleri elde etmesi durumunu ortaya çıkarabilecektir. Bu pazar iç görüleri sayesinde, söz konusu kuruluşlar ihraç sürecinde pasif rollere kıyasla daha prestijli olan ve daha çok ücret getiren *Global Coordinator* ya da *Bookrunner* gibi rolleri üstlenebilmektedir. Bu roller aynı zamanda ilgili aracı kurumun ihraççı ile daha sıkı ilişkiler kurmasını sağlamakta ve ilgili ihraç sürecine dair stratejik bilgilere daha kolay bir biçimde erişilmesini ve iç görülerini geliştirerek potansiyel ihraçlarda yetkilendirilme ihtimalini rakiplerine kıyasla artırabilmektedir.
- (140) İşbu dosya kapsamında birincil piyasalarda ortaya çıkabileceği değerlendirilen bir başka bilgi değişiminin ise fiyatlandırmaya ilişkin çeşitli unsurlara⁸⁵ ve yarışan arzlarla ilişkin olabileceği öngörülmüştür. Bu çerçevede birincil piyasada tahvilin fiyatlamasına ilişkin olan tahvilin rayiç değeri ve getirisi gibi hususların diğer yatırım kuruluşlarınca bilinmesi bu kuruluşlara rekabette avantaj sağlamaktadır.
- (141) Örneğin başvuruya konu işlemlerde bir tahvilin fiyatlaması rayiç fiyat (*fair value, FV*) ve yeni ihraç primi (*new issue premium, NIP*) adı verilen iki unsurdan oluşmakta ve bu iki unsurun birbirine eklenmesiyle ilk fiyat kanaati (*initial price taughts, IPT*) adı verilen bir miktara ulaşılmaktadır⁸⁶. İhraç kamuya duyurulurken ilk fiyat kanaatine yer verilmekte fakat rayiç değer ile yeni ihraç primi açıklanmamaktadır. NIP, ihraç edilecek tahvilin yatırımcı tarafından birincil piyasadan satın alınmasını ve dolayısıyla ihraç işlemine katılımı teşvik etmeyi sağlamak amacıyla ihraççı tarafından ödenen fazladan bir getiri olarak tanımlanabilecektir. Bu şekilde yatırımcı, ilgili tahvili ikincil piyasada satın aldığı zaman kazanacağı getiriden bir miktar fazlasını ilk ihraçta satın aldığı zaman elde etmektedir. Rayiç fiyat olarak ifade edilen “bugünkü değer” kavramı ise tahvilin gelecekte sahip olacağı değer iskonto edilmesiyle elde edilen bir miktar olarak ele alınmakta olup tahvil ihraçlarında rayiç değer de kamuya açıklanmamaktadır. Ancak ihraca aracılık eden yatırım kuruluşları veya bankalar arasında belli bir işleme ilişkin olarak rayiç değer yahut yeni ihraç priminden birinin öğrenilmesi diğer unsurun hesaplanabilmesine yol açmaktadır. Belli bir işlemde rol alan aracı bankanın başka ihraçlardaki rayiç değeri ya da NIP miktarını öğrenmesi rol aldığı ihraç işleminde ihraççının tahvilini daha cazip fiyatlamasına imkân sağlamakta olup bu açıdan ilgili aracı bankayı rekabette avantajlı konuma taşımaktadır.
- (142) Tahvil ihracının yatırımcılardan yeterli talebi görebilmesi zamanlamasının da iyi ayarlanmasına bağlıdır. Aynı tarihlerde yatırımcıların ilgisini çekebilecek birden fazla tahvil ihracının yapılması halinde, yatırımcıyı çekebilmek amacıyla ihraççının daha yüksek bir ödeme yapmayı göze almasını gerektirebilmektedir.

⁸⁵ Fiyatlandırma unsurları arasında; tahvilin rayiç değeri, işlemin büyüklüğü, vadesi, zaman aralığı ve pazarın genel durumuna ilişkin bilgiler yer almaktadır.

⁸⁶ $FV + NIP = IPT$ şeklinde ifade edilebilecek bir formülde FV'nin yahut NIP'in öğrenilmesi formüldeki diğer bileşenin öğrenilmesine de yol açmaktadır.

- (143) Bu gibi hususlar çerçevesinde gerçekleştirilebilecek bilgi değişimi yalnızca işleme aracılık eden kuruluş tarafından yapılmış olabileceği gibi ihracata rol alan konsorsiyum grupları arasında da gerçekleşebilmektedir. Bu tür bilgilerin ihracın başarısından, potansiyel ihracatlardaki yetkilendirme işlemlerine kadar birçok unsuru etkilediği değerlendirilmiştir. Zira bir tahvil ihracına dair fiyatlandırma unsurları, anlaşmaların büyüklüğü ve vadesi gibi işlem parametreleri gibi parametrelerden birkaçı, konsorsiyumda görev almayan kurumlar bakımından belirli bir derece belirsizlik içermektedir. Ancak yarışan arzların zamanlamasına ve fiyatlandırmasına yönelik bilgilere ilişkin olarak rakiplerden elde edilen bilgiler ile ihraca aracılık eden kuruluş yahut konsorsiyum üyelerinin kişisel algıların birleştirilmesi ve bilgilerin bir araya getirilmesi, söz konusu belirsizliğin azalmasına yol açabilecektir.
- (144) Son olarak, tahvillerin yatırımcılar tarafından alınıp satıldığı ikincil piyasalarda da rekabete hassas bilgi değişimi suretiyle rekabetin kısıtlanabileceği değerlendirilmiştir. İkincil pazarlarda işlem yapan portföy şirketleri ve genellikle bunların bağlı olduğu bankalar tarafından, bireysel tahvil ve bono alım-satım işlem koşullarının rakip teşebbüslerden öğrenilebileceği dikkate alınmıştır. Teklif toplama aşamasında, diğer bankaların çatısı altında faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinden edinilen rekabete hassas bilgiler teklif toplayan yatırım kuruluşu bünyesindeki ikincil piyasa aktörlerine aktarılma riskini barındırmaktadır. İhraca çıkılacak borçlanma aracının ihraççısı, teklif sunan yatırımcının alım/satım emrinin hacmi ve diğer ticari koşullara ilişkin beklenti ve değerlendirmeleri de içeren söz konusu bilgilerin öğrenilmesinin ikincil piyasalarda tahvil ve bono alım-satım pazarında rakip konumunda olan teşebbüsler arasındaki rekabeti sınırlayabileceği değerlendirilmiştir.

H.4.2. Dosya Konusu Başvuru Kapsamında Sunulan Belgeler⁸⁷ ve Söz Konusu Belgelere İlişkin Değerlendirme

- (145) Dosya konusu başvuru kapsamında sunulan belgeler çeşitlerine göre (zamanlama, fiyatlama parametreleri, ücret vb.) tasnif edilmiş olup bu bulgular ile bunlara ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.
- (146) **Bulgu-B1⁸⁸:** (.....) tarihinde (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında gerçekleşen (.....) rol aldığı; ancak (.....) rol almadığı düşünülen (.....) ünvanlı teşebbüsün tahvil işlemlerine⁸⁹ ödenen ücretlere ilişkin yazışma aşağıdaki gibidir:
- 14.05.2019, (.....) Çalışanı > (.....)
 "Lütfen, (.....) ücretleri?"
 14.05.2019, (.....) > (.....) Çalışanı
 "(.....) (.....) c
 Anladım
 Biraz sonra olabilir"
- (147) Bulgu-B1'de yer alan yazışmada, (.....) ünvanlı teşebbüsün tahvil ihracına ilişkin olarak, bu ihracata rol alan (.....) tarafından bu rolün karşılığında (.....) alacağı ücret bilgisinin (.....) çalışanına iletildiği anlaşılmıştır.

⁸⁷ Başvuruda sunulan belgelerin bir kısmının hem Türkçe versiyonuna hem de farklı dillerden İngilizce'ye çevrilmiş versiyonlarına yer verilmiştir. Bununla birlikte Türkçe versiyonu sunulmayan bazı belgeler ise başvuruda sunulan orijinal ve İngilizce versiyonlarının Türkçeye çevrilmesi suretiyle aktarılmıştır. Bu çerçevede Türkçe dili orijinal metinlerdeki yazım hataları ve büyük harf vurguları düzeltilmemiştir.

⁸⁸ (.....)

⁸⁹ (.....)

- (148) **Bulgu-B2⁹⁰**: (.....) tarihinde (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında gerçekleşen ve (.....) ile (.....) rol aldığı düşünülen (.....) ünvanlı teşebbüsün tahvil işlemine⁹¹ ilişkin yazışma ile aynı tarihte (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) ile arasında gerçekleşen yazışma aşağıdaki gibidir:

16.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

"(.....)⁹² "devam" yönünde tavsiye, sonrasında bizden çıkar, Toplantı (.....)"

16.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

"İyi şanslar dostum, bendeki diğeri geri çekiliyor"

- (149) Bulgu-B2'de yer alan yazışmada, (.....) rol aldığı (.....) ünvanlı teşebbüsün tahvil ihracı işleminde (.....) tarafından tamam devam görüşmelerinde "devam" yönünde görüş belirtileceğine ilişkin bilginin (.....) çalışanına bildirildiği görülmüştür. (.....) çalışanı tarafından bu bilgi alındıktan sonra, (.....) rol aldığı bir başka ihraç işleminde devam kararının çıkmadığı bilgisinin (.....) çalışanına iletiliği anlaşılmıştır.

- (150) **Bulgu-B3⁹³**: (.....) tarihinde (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında gerçekleşen ve (.....) ve (.....) rol aldığı düşünülen (.....)⁹⁴, (.....) rol aldığı ancak (.....) rol almadığı (.....) ile (.....) ve (.....) rol almadığı (.....) ünvanlı teşebbüslerin tahvil ihraçlarına ilişkin yazışmalar aşağıdaki gibidir:

16.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

"Burada rayiç değer ile ne yapıyoruz?"

16.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

"Orta ila düşük (.....)'lar"

Dedik mi

16.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

(.....)bp?

16.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

Doğru

(.....)'in açılışı

Ve (.....)

16.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

Bizim (.....) ilişkin talep toplanıyor mu?

16.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

"Evet"

- (151) Bulgu-B3'te, (.....) ile (.....) arasında yürütülmekte olan çeşitli ihraçlara dair rayiç değer bilgilerinin paylaşıldığı anlaşılmıştır. Buna göre ilk olarak (.....) çalışanı (.....) rol aldığı düşünülen bir işlemde rayiç değer ne kadar olacağını sormakta ve (.....) çalışanı ise (.....) bps arası bir oranın olacağını ifade etmiştir. Bunun akabine (.....) çalışanı yine (.....) rol aldığı (.....) işlemindeki rayiç değer de (.....) bps olup olmadığını sorgulamakta ve (.....) bu oranın doğruluğunu teyit etmiştir. (.....) çalışanının başka bir kaynaktan öğrendiği düşünülen (.....) işlemindeki rayiç değer oranının ise (.....) pbs olduğu bilgisini (.....) ilettiği anlaşılmıştır. Nihayet (.....) çalışanı ihraca çıkan ve muhtemelen (.....) kastedildiği (.....) devam edip etmeyeceklerini (.....) çalışanına sormakta, bu çalışan ise devam edileceğini onaylamıştır.

⁹⁰ (.....)

⁹¹ (.....)

⁹² Başvuruda, (.....) ifadesinin, (.....) grubu bünyesindeki tüzel kişiliklerden birini ifade etmek üzere kullanıldığı belirtilmektedir.

⁹³ (.....)

⁹⁴ (.....)

- (152) **Bulgu-B4⁹⁵:** (.....) tarihinde (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında gerçekleşen ve (.....) rol aldığı ancak (.....) rol almadığı (.....) tahvili hakkında ne zaman tamam/devam görüşmesi yapılacağına ve rayiç değere ilişkin yazışma aşağıdaki gibidir:

17.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

"Tamam/Devam ne zaman?"

17.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

"Şimdi

Muhtemelen benimkiyle birlikte (.....) tane daha gelecek"

(.....TİCARİ SIR.....)

17.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

Yeni başlayanlar için rayiç değer?

17.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

(.....) rayiç değer (.....)

17.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

Mükemmel

İyi şanslar

- (153) Bulgu-B4'te, ilk olarak (.....) rol aldığı (.....) işleminde (.....) tamam-devam görüşmelerinin ne zaman yapılacağını sormuştur. (.....) çalışanı ise bu görüşmenin o an yapılmakta olduğunu, söz konusu işlemde devam kararı çıkarsa piyasada toplam 4 adet ihrac işleminin gerçekleşeceğini ifade etmiştir. (.....) ayrıca ilgili işlemde rayiç değer (.....) ve (.....) bps⁹⁶ olduğunu (.....) çalışanına bildirmiştir. Bu yazışmada (.....) tahvil ihracında talep toplayıcı olarak görev alan (.....) işlemde alınacak devam kararına ve rayiç değere ilişkin bilgiyi (.....) çalışanına ilettiği görülmüştür.

- (154) **Bulgu-B5⁹⁷:** (.....) tarihinde (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı arasında gerçekleşen ve (.....) küresel koordinatör olarak rol aldığı ve (.....) rol almadığı (.....) tahvilinin rayiç değerine ilişkin yazışma aşağıdaki gibidir:

17.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

"Rayiç değer dostum?"

17.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

"(.....) ve (.....)"

17.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

"(.....) rayiç değer (.....)"

- (155) Bulgu-B4 ile aynı gün gerçekleşen ve Bulgu-B5'te ise, (.....) çalışanı (.....) işleminde küresel koordinatör olarak görev alan (.....) işlemdeki rayiç değer ne olduğunu sormuş; (.....) çalışanı ise değer (.....) ve (.....) bps olarak belirlendiği bilgisini (.....) çalışanına bildirmiştir.

- (156) **Bulgu-B6⁹⁸:** (.....) tarihinde (.....) tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun bir üyesi olmayan (.....) çalışanı ile ilgili tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olan (.....) çalışanı (.....) arasında (.....) özel sektör tahviline yönelik olarak gerçekleşen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

⁹⁵ (.....)

⁹⁶ Birden çok rayiç değer oranı, ilgili işlemdeki farklı ihrac dilimlerine ilişkin oranları ifade etmektedir.

⁹⁷ (.....)

⁹⁸ (.....)

11.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....)

"Rayiç Değer (.....)?"

(...)

11.05.2022, (.....) > (.....) Çalışanı

"(.....) Rayiç Değer (.....)"

(...)

(157) Bulgu-B5 ile benzer şekilde Bulgu-B6'da da (.....) çalışanının (.....) tahvil ihracı işleminde rol alan (.....) çalışanına işlemdeki rayiç değeri sorduğu ve (.....) çalışanının da ilgili değer (.....) bps olduğunu söylediği anlaşılmıştır.

(158) **Bulgu-B7⁹⁹**: (.....) tarihinde (.....) çalışanı tarafından (.....) konsorsiyum üyesi olmadığı bir işlem olan (.....) özel sektör tahviline yönelik olarak "(.....)", "(.....)" ve "(.....)" adlı şirket içi gruplarında gerçekleştirilen *Bloomberg* yazışmalarında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

11.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

"(.....) Rayiç Değer (.....)"

(159) Bulgu-B7'de, (.....) çalışanı Bulgu-B6'da öğrendiği (.....) tahvil ihracının rayiç değer bilgisini (.....) satış ve yatırım ekiplerine iletmıştır.

(160) **Bulgu-B8¹⁰⁰**: (.....) tarihinde (.....) tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olmayan (.....) çalışanı (.....) ile ilgili tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olan (.....) çalışanı (.....) arasında (.....) özel sektör tahviline yönelik olarak gerçekleşen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

03.01.2023, (.....) > (.....)

"FV'yi (.....) te görüyor musunuz?"

03.01.2023, (.....) > (.....)

"Evet"

(161) Bulgu-B8'de, (.....) çalışanının (.....) tarafından ihraç edilen tahvil işleminde, bu ihraçta rol alan (.....) çalışanına rayiç değerin (.....) bps olup olmadığını sorduğu; (.....) çalışanının ise ilgili oranın doğruluğunu teyit ettiği görülmüştür.

(162) **Bulgu-B9¹⁰¹**: (.....) tarihinde (.....) tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olmayan (.....) çalışanı (.....) ile ilgili tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olan (.....) çalışanı (.....) arasında (.....) özel sektör tahviline yönelik olarak gerçekleşen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

12.01.2023, (.....) > (.....)

"(.....) iyi, hızlıca fiyatlandı"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"Tebrikler"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"(.....) NIP olarak mı? FV (.....) değil mi?"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"Birinde (.....) rayiç değeri vardı"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"Üst ☺"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"Şimdi biz dinleniyoruz"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"Küçük emir defteri tahsis için yardımcı oldu"

99 (.....)

100 (.....)

101 (.....)

12.01.2023, (.....) > (.....)

"lol"

12.01.2023, (.....) > (.....)

"biraz açgözlü (.....)"

(163) Bulgu-B9'da (.....) çalışanının (.....) ihracında görev alan (.....) çalışanına işlemdeki NIP ve rayiç değer bilgisini sorduğu, (.....) çalışanının ise rayiç değerini (.....) bps olarak belirlendiğini ifade ettiği görülmüştür.

(164) **Bulgu-B10¹⁰²**: (.....) tarihinde (.....) talep toplayıcı olarak hareket ettiği (.....) ait bir özel sektör tahvilinin ihraç süreciyle ilgili olarak (.....) çalışanı (.....) ile (.....) çalışanı (.....) arasında gerçekleşen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

01.03.2023, (.....) > (.....)

"Bu (.....)'tan aldığınız ilk yetkilendirme, değil mi"

01.03.2023, (.....) > (.....)

"Evet ilk"

01.03.2023, (.....) > (.....)

"NIP olarak (.....) bp mi?"

sadece hem fikir olalım diye"

01.03.2023, (.....) > (.....)

"Evet efendim"

Nokta atışı"

(165) Bulgu-B10'a konu olan yazışmada, bulguya konu ihraç işlemi (.....) adlı ihraççı tarafından gerçekleştirilmiş olup bu işlemde (.....) talep toplayıcı olarak rol almıştır. Söz konusu yazışmadan (.....) çalışanının (.....) çalışanına ilgili işlemdeki NIP'in (.....) bps olup olmadığını sorduğu; (.....) çalışanının ise ilgili oranın doğruluğunu teyit ettiği anlaşılmıştır.

(166) **Bulgu-B11¹⁰³**: (.....) tarihinde (.....) çalışanı tarafından (.....)de konsorsiyumun üyesi olduğu (.....) özel sektör tahvili işlemine yönelik olarak "(.....)", "(.....)" ve "(.....)" adlı şirket içi gruplarında gerçekleştirdiği *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

10.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

"(.....)"

11.05.2022, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

"Rayiç Değer (.....) bp"

(167) Bulgu-B11'de, birincil piyasa faaliyetleri kapsamında elde edilmiş olan (.....) işlemindeki rayiç değerini (.....) bps olduğu bilgisinin (.....) çalışanı tarafından satış ve yatırım ekiplerine iletildiği anlaşılmıştır.

(168) **Bulgu-B12¹⁰⁴**: (.....) tarihinde (.....) çalışanı tarafından piyasadaki yaklaşan ihraç işlemleri olan (.....) ve (.....) tahvil ihracına yönelik olarak "(.....)", "(.....)" ve "(.....)" adlı şirket içi gruplarında gerçekleştirilen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

(...)

"*yarın ihraç olacaklar

(.....) hybrid

(.....) (.....) ile (.....)y

¹⁰² (.....)

¹⁰³ (.....)

¹⁰⁴ (.....)

gün içi (.....)y ters “Yankee”¹⁰⁵, ismi nasıl yorumladığınıza bağlı -(.....)y’nin yakın zamandaki arka plan göz önüne alındığında ne kadar sıkı olacağını görmek ilginç olacak”

(...)

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

“(.....)”¹⁰⁶

Rayiç değer (.....) bp”

(169) Bulgu-B12’de, birincil piyasa faaliyetleri kapsamında elde edilmiş olan (.....) ve (.....) işlemlerinin ertesi gün ihracının duyurulacağı bilgisinin (.....) çalışanı tarafından satış ve yatırım ekiplerine iletildiği anlaşılmıştır.

(170) **Bulgu-B13**¹⁰⁷: (.....) tarihinde (.....) tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olmayan (.....) çalışanı ile ilgili tahvil ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olan (.....) çalışanı (.....) arasında (.....) özel sektör tahviline yönelik olarak gerçekleşen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

22.09.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

(...)

“Şimdi, devam”

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

“Çok iyi”

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

“FV?”

22.09.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

“Baz durumu mu istiyorsun”

22.09.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

“Yoksa performans üstü durumu mu”

22.09.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

“(.....) performans üstü”

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

“Bu rayiç değer mi?”

22.09.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

“Nihai ihraç fiyatı seviyesi beklentisi”

22.09.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

“Rayiç değere eşit olduğunu düşünüyorum”

(...)

(171) Bulgu-B13’te (.....) tarafından yapılan bir ihraç işleminde konsorsiyumda görev alan (.....) tarafından (.....) hem tamam-devam konusunda hem de rayiç değer konusunda bilgi verildiği görülmüştür.

(172) **Bulgu-B14**¹⁰⁸: (.....) tarihinde (.....) özel sektör tahvili ihracında görev alan konsorsiyumun üyesi olmayan (.....) çalışanları tarafından, (.....) özel sektör tahviline yönelik olarak “(.....)”, “(.....)” ve “(.....)” adlı şirket içi gruplarında gerçekleştirilen *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

22.09.2021, (.....) > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

“Acil bir durum olmadıkça bugün çağrışı sonlandırmayı düşünüyorum”

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

¹⁰⁵ “Ters Yankee” ifadesi, bir ABD şirketi tarafından yabancı bir para biriminde, örneğin avro cinsinden, ihraç edilen tahvil anlamına gelmektedir.

¹⁰⁶ (.....)

¹⁰⁷ (.....)

¹⁰⁸ (.....)

"Evet, başlangıçta, (.....) "bilgilendirildiğinden" emin olmak için hisseyi piyasadan (.....) gün önce pazarlamak istediler –aynı şey Aralık ayında Bp ve diğer birçok isim için yapıldı"

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

"daha sonra Pazartesi günü satıldı ve bir kenara bırakıldı"

22.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

"Sonunda (.....) a) mümkün olduğunca çabuk halletmek ve b) (.....) çekinmemek için (.....) karşı çıktı"

(...)

(.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

(...)

"(.....) (.....) y (.....) bp'de, (.....) 'e benzer"

(173) Bulgu-B14'te (.....) çalışanının, (.....) çalışanı (.....) ihracına ilişkin aldığı bilgileri (**Bulgu-B13**), rayiç değer tahmini de dâhil olmak üzere, eş zamanlı olarak (.....) şirket içi sohbet grupları olan "(.....) syndicate", "(.....)", "(.....)" ve "(.....)"da paylaştığı görülmüştür.

(174) **Bulgu-B15**¹⁰⁹: Küresel koordinatörlerinden birinin (.....) olduğu ve (.....) küresel koordinatör ya da aktif talep toplayıcı olarak yer almadığı (.....) tahvilinin ihraç edildiği (.....) tarihinde (.....) çalışanının (.....) çalışanı (.....) aldığı rayiç değer bilgisini, hazine üyeleri de dâhil olmak üzere katılımcıları (.....) çalışanları (.....) olan (.....) şirket içi sohbet grubunda paylaştığı yazışma aşağıdaki gibidir:

17.11.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

"Rayiç Değer (.....) / (.....)"

17.11.2021, (.....) > Katılımcıları (.....) olan (.....)

"(.....) Rayiç değer (.....) / (.....)"

(175) Bulgu-B15'te (.....) görev almadığı (.....) tahvilinin ihracına ilişkin olarak bu işlemde görev alan (.....)'dan öğrendiği rayiç değer bilgisini şirket içi diğer ekiplerle paylaştığı görülmüştür.

(176) **Bulgu-B16**¹¹⁰: (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında (.....) de aktif talep toplayıcıları arasında bulunduğu (.....) özel sektör tahvil ihracına ilişkin ihraç tarihi henüz açıklanmamışken, ihraç tarihi ve rayiç değerine ilişkin gerçekleştirdikleri Bloomberg yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

17.11.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

"(.....)'nin yarın çıkma olasılığı hakkında sizi rahatsız edebilir miyim?"

Ve Rayiç Değer (.....)?"

17.11.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

"Rayiç Değer (.....), evet

(.....) üst düzey, yarın mı henüz emin değilim"

(177) Bulgu-B16'da (.....) işleminde aktif talep toplayıcılardan biri olan (.....), ihraç tarihi henüz açıklanmamışken, ihracın ne zaman açıklanacağını ve işlemdeki rayiç değer (.....) bps ve (.....) bps olacağını (.....) ilettiği görülmüştür.

(178) **Bulgu-B17**¹¹¹: (.....) da talep toplayıcı olarak hareket ederek sürecini yürüttüğü (.....) tahvilinin ihracına ilişkin (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında gerçekleşen Bloomberg yazışmasında yer alan ifadeler ve (.....) çalışanının (.....) aldığı geri bildirim üzerine (.....) çalışanı (.....) ile de gerçekleştirdiği *Bloomberg* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

31.08.2021 (.....) Çalışanı > (.....)

¹⁰⁹ (.....)

¹¹⁰ (.....)

¹¹¹ (.....)

"Güzel (.....)

Rayiç Değer (.....)?"

31.08.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

"Biz buna (.....) dedik"

31.08.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

"Şimdilik (.....) baz puan ancak talep biraz artarsa (.....)

...

(.....) bana (.....) dedi, bu yüzden rahat davrandım

(.....) veya birazcık daha yüksek olabileceğini düşündüm ancak (.....) değil"

31.08.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

"kesinlikle (.....) değil"

(179) Bulgu-B17'ye bakıldığında (.....) ihracında talep toplayıcı olarak görev alan (.....) çalışanın (.....) çalışanına ilgili işlemdeki rayiç değer (.....) bps olarak belirlendiğini ilettiği; (.....) çalışanın ise bu bilgiyi (.....) çalışanına aktardığı ve ilgili oran üzerinde yorumda bulundukları görülmüştür.

(180) **Bulgu-B18**¹¹²: (.....) aktif talep toplayıcı olarak hareket ettiği (.....) ihracına ilişkin (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında geçen yazışmada yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

31.08.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

"Perşembe erken mi yoksa uzun hafta sonunu Cuma anlaşmasıyla iptal mi ediyorsunuz?"

31.08.2021, (.....) Çalışanı

"Perşembe efendim"

(181) Bulgu-B18'de (.....) talep toplayıcı olarak rol aldığı (.....) ihracında ilgili ihracın zamanlamasının (.....) çalışanı tarafından (.....) çalışanına sorulduğu, (.....) çalışanın ise ihracın Perşembe günü duyurulacağını ifade ettiği görülmüştür.

(182) **Bulgu-B19**¹¹³: (.....) tarihinde (.....) çalışanı tarafından "(.....)", "(.....)" ve "(.....)" adlı şirket içi *Bloomberg* sohbet grubunda, (.....) özel sektör tahvilinin rayiç değerine ilişkin (.....) çalışanı (.....) ile yaptığı yazışma sonucu elde ettiği bilgiyi paylaştığı yazışmasında yer alan ifade aşağıdaki gibidir

02.09.2021, (.....) Çalışanı > (.....) Şirket İçi Grupları (.....)

"Re/(.....), rayiç değer (.....)/(.....)"

(183) Bulgu-B19'da (.....) çalışanı tarafından (.....) elde edilen rayiç değer bilgilerinin (.....) yatırım ve satış ekipleriyle paylaşıldığı görülmüştür.

(184) **Bulgu-B20**: (.....) tarihinde ihraç edilen (.....) tahvilinin ihracında pasif tarafta yer alan (.....) çalışanı (.....) ile (.....) çalışanı arasında 30.08.2021 tarihinde gerçekleşen yazışmada yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

30.08.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

...

(.....TİCARİ SIR.....)

¹¹² (.....)

¹¹³ (.....)

(185) Bulgu-B20'e konu yazışmada (.....) işleminde pasif talep toplayıcı olarak rol alan (.....) çalışanı tarafından ilgili işleme kimlerin hangi miktarda yatırım yaptığının (.....) ile paylaşıldığı görülmüştür.

(186) **Bulgu-B21¹¹⁴**: Aralarında (.....) varlık yönetimi ekibinden (.....) da bulunduğu (.....) çalışanlarından oluşan bir *Bloomberg* sohbet grubunda, (.....) çalışanı (.....) 09.08.2021 tarihinde (.....) vadeli (.....) tahvili için (.....) tarafından belirlenmiş fiyat/koşulları üzerinden bir alım emrine atıfta bulunarak bu bilgiyi paylaştığı *Bloomberg* sohbet grubundaki yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

09.08.2021, (.....)

Alıcı (.....)mm (.....)b+(.....)/ z+(.....)% (.....)/

(187) Bulgu-B21'de (.....) tarafından (.....) varlık yönetimi ekibine, 04.01.2030 vadeli (.....) tahvili için (.....) tarafından belirlenmiş bir alım emrine dair fiyat ve koşulların iletilildiği anlaşılmıştır.

(188) **Bulgu-B22¹¹⁵**: (.....) aktif talep toplayıcıları arasında bulunduğu ihraççıları; (.....) ve (.....) olan tahvilin ihracına ilişkin (.....) çalışanı ile (.....) çalışanı (.....) arasında 05.08.2021 tarihinde gerçekleşen *WhatsApp* yazışmasında yer alan ifadeler aşağıdaki gibidir:

05.08.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

"Taleplerin durumu nedir?"

05.08.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

"Bazı büyük olanlar açık olmamakla birlikte şimdiye kadar (.....); çok çok dengeli bir şekilde [dağıldı]; sonlara doğru biraz daha az"

05.08.2021, (.....) Çalışanı > (.....)

"[Eşit olarak] dağıtıldı mı yoksa çoğunluk kısa vadede mi?"

05.08.2021, (.....) > (.....) Çalışanı

"çok çok dengeli bir şekilde [dağıldı], sonlara doğru biraz daha az"

...

(.....)

...

(.....)m Paylaşım (.....)/(.....)/(.....)"

(189) Bulgu-B22'de (.....) işleminde aktif talep toplayıcılardan biri olan (.....) tarafından (.....), toplanan talep miktarına ve tekliflerin eşit oranda olduğuna dair bilginin aktarıldığı görülmüştür.

(190) **Bulgu-B23¹¹⁶**: (.....)¹¹⁷ (.....) tarihinde, (.....)¹¹⁸, (.....)¹¹⁹ ve (.....)¹²⁰ (.....) tarihinde gerçekleştirecekleri tahvil ihraçlarına ilişkin 28.02.2019-07.03.2019 tarihleri arasında (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....) ve (.....) çalışanı (.....) arasında geçen *Bloomberg* yazışması aşağıdaki gibidir:

28.02.2019, (.....)> (.....) Çalışanı

"(.....) sorabilir miyim, (.....) ile ilgili olarak duyuru öncesi karşılaştırmalabilirleri paylaştınız mı?"

(...)

¹¹⁴ (.....)

¹¹⁵ (.....)

¹¹⁶ (.....)

¹¹⁷ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....)'tir.

¹¹⁸ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....)'tir.

¹¹⁹ (.....) tahvil ihracında aktif talep toplayıcılar (.....)'dir.

¹²⁰ (.....) tahvil ihracında aktif talep toplayıcılar (.....)'dir.

(.....) için yaklaşık (.....)bp NIP'ye ulaşıyordum - buradan sizde buna mı ulaşıyorsunuz?”

28.02.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“Bende ~(.....)bps vardı-> (.....), bunu şu an ne olarak değerlendirdiğinizden emin değilim”

(.....) NIP'sini nerede gördüklerini sorabilir miyim?

bende (.....) var”

28.02.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“(.....)bps diyelim

belirli ölçüde, fiyat eğrisine ve düşük nakit fiyatları için herhangi bir rayiç değer ayarlamasına ilişkin varsayımlara tabi olarak”

(...)

01.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“Yine de bunu düşündükten sonra ve tamam/devam görüşmesinde bulunduğumuz yere kıyasla biraz iyileşme göstermek için – nihai fiyatlama olarak % (.....) göstermekte sorun görmüyorum - özellikle (.....) (.....)bps NIP'nin sabitlenmesi gözönüne alındığında. Ama IPT'lerde bir değişiklik yok”

(...)

05.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“Günaydın ekip - (.....) ile ilgili paylaşabileceğiniz herhangi bir güncelleme var mı?”

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“(.....) ihraç gerçekleştireceği gün (.....) ihraca devam edeceğini sanmıyorum,yarın sabah devam edelim”

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“kesinlikle - yarın takip etmeyi düşünüyordum”

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“(.....) perşembe günü muhtemelen pazarda olacağını not edin”

(...)

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“(.....) NIP'sine ne diyorsun (.....)?”

(...)

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“Bilginize / ★★(.....) YENİ İHRAÇ: IPT % (.....) EMİRDEFTERLERİ AÇILMIŞTIR ★★ bugün için endişeleniyorum, Türkiye cds (.....) daha geniş, yerel birim son bir buçuk haftadır en geniş, kan kaybediyoruz bunun için fiyat hassasiyetlerini esnettiklerinden şüpheleniyorum”

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“IPT'lerdeki”“(.....) NIC'lere¹²¹ ne diyorsunuz?

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“ancak (.....) hareket imkanı hakkında gerçekten endişeleniyorum”

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“(.....)?”

07.03.2019, (.....) > (.....) Çalışanı

“aşağı yukarı”

- (191) Bulgu-B23'te (.....) tarihinde tahvil ihraç eden (.....) ile (.....) tarihinde tahvil ihraç eden (.....) ve (.....) ihraç koşullarının konuşulduğu görülmüştür. (.....) tahvil ihracına ilişkin Bloomberg konsorsiyum grubunda yapılan yazışmada (.....) ihracında aktif talep toplayıcı olarak yer almayan (.....) tarafından (.....) ve (.....)'a (.....) ihracında (.....) bp NIP'e ulaştıkları belirtilip kendilerinin de bu tutara ulaşıp ulaşmadıkları sorulmuştur. Bunun üzerine (.....) tarafından ise NIP değerinin (.....) bps olduğu belirtilmiş ve (.....) ve (.....)'a (.....) ihracındaki NIP değerini nerede gördükleri sorulmuştur. Söz konusu

¹²¹New issue concession - NIC başvurusundaki çeviride “yeni ihraç imtiyazları” olarak belirtilmiştir.

soru (.....) tarafından ise “(.....)bps diyelim” ifadesi ile cevaplanmıştır. 01.03.2019 tarihinde (.....) tarafından ise (.....) ihracındaki ihracın zamanlaması ve NIP bilgisi hakkında durum güncellemesi yapılmıştır. 07.03.2019 tarihli yazışmada ise, (.....) ihracında aktif talep toplayıcı olarak yer almayan bankaların da bulunduğu söz konusu grupta (.....) ile (.....) arasında (.....) ihracının NIP bilgisinin konuşulduğu görülmüştür.

- (192) **Bulgu-B24¹²²**: (.....)¹²³, (.....)¹²⁴ ve (.....)¹²⁵ (.....) tarihinde, (.....)¹²⁶ ve (.....)¹²⁷ (.....) tarihinde gerçekleştirecekleri tahvil ihraçlarına ilişkin 26.06.2020-30.06.2020 tarihleri arasında (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....) arasında geçen *Bloomberg* yazışması aşağıdaki gibidir:

26.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“oldukça yoğun görünüyor, bu yüzden daha yoğun bir salı/çarşamba günü eklemektense bununla gün içinde devam edebiliriz”

26.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“(.....)’e katılıyorum, eğer pazartesi günü piyasa varsa, o fırsatı değerlendirin”

26.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Yarışan var mı?”

26.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Hayır, sadece yoğun”

(...)

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“(.....) çıkıyor”

(...)

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Pazar hala sallantıda”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“inişli çıkışlı olacak”

(...)

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Asya dışında açıklanan bir EM (Gelişmekte olan piyasalar) işlemi var mı?”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“(.....) ve (.....)

ikisi de iyi gidiyor gibi görünüyor”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“tX”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“(.....) hibritleri de”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“bir (.....) tahvil yetkilendirmesi duyuruldu”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“(.....)

Güzel

(...)

¹²² (.....)

¹²³ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....) (sadece avro), (.....)’tır (sadece avro).

¹²⁴ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....)’dur.

¹²⁵ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....)’dir.

¹²⁶ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....).

¹²⁷ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....)’dir.

Bir başka endişe de bugünkü işlemlerde yapılan revizyonların, ilk fiyat kanaati¹²⁸’nden nihai fiyatlamaya (.....)bp ile geçeceğimiz yönündeki mantığımızı/fikrimizi desteklememesi....

(.....) yarınki iş olduğunu varsayalım mı? IPT’ler açıkta, bir bakıma?”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Evet, ancak hiçbiri yarışan olamaz”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“teşekkürler

(...)

(.....) olan var mı? (.....) bugünkü işlemlerin yeni ihrac primini¹²⁹ bilmek istiyor....”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Amerikan Doları hala pazarda”

29.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Ah-ha. Peki NIP ile ilgili olarak - eğer bir şey varsa - ne söylemek istiyoruz? (.....) analiz yazısında öneriler var ve şirket bugünkü işlemlerin NIP’ini istedi... sadece (.....) var...!

There”

30.06.2020, (.....) > (.....) çalışanı

“Güzel AT1 yetkisi! (.....) haberdar/bilgilendirilmiş olduğunu varsayalım mı?”

- (193) Bulgu-B24’te (.....) tahvil ihracına ilişkin Bloomberg konsorsiyum grubunda yapılan yazışmada, ihrac işlemin zamanlamasının konuşulduğu görülmüştür. Bu kapsamda söz konusu ihracın aktif talep toplayıcıları arasında yer alan (.....) tarafından ilgili tarihlerde yarışan arz olup olmadığı sorulmuş, (.....) tarafından ise yarışan arz olmadığı, yalnızca ilgili tarihlerin yoğun olduğu bilgisi paylaşılmıştır. 29.06.2020 tarihli yazışmada ise (.....) tarafından (.....) aynı gün ihrac edilen işlemlerin NIP bilgisini öğrenmek istemesi nedeniyle (.....) tahvilinde görev alan bankanın olup olmadığı sorulmuştur. Öte yandan ilgili konsorsiyum sohbetinde (.....) söz konusu ihracat talebi edilen NIP verisini sağladığına ilişkin olarak herhangi bir belge/yazışma sunulmamıştır.

- (194) **Bulgu-B25¹³⁰:** (.....)¹³¹ ve (.....) (.....) tarihinde gerçekleşecek tahvil ihracatlarına ilişkin 10.06.2021-15.06.2024 tarihleri arasında (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....), (.....) çalışanı (.....) arasında geçen *Bloomberg* yazışması aşağıdaki gibidir:

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

“ve eğer gelecek hafta işlem olmazsa, grubun durumu ne olacak: / pazartesi den itibaren bakmaya başla, yani pazartesi duyurusu / salı yayınlanması / O hafta daha fazla Türk arzı hakkında söylenti”

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

“O hafta için başka bir yetkilendirmem var, belgelerle ilgili son durumun ne olduğunu kontrol edeyim”

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

“pazartesi ve salı günleri için kafa kafaya gitmek istemediğimiz yarışan arzlar var (.....)

bu yüzden (.....) veya (.....)’de olmamız gerektiğini düşünüyorum”

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

“Ben bunlara yarışan demezdim, Türkiye’den arza derdim geçmişte birkaç tanesini aynı gün yaptık”

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

¹²⁸ Initial price thoughts – IPT başvuruda sunulan çeviride “ilk fiyat kanaati” olarak belirtilmiştir.

¹²⁹ New issue premium - NIP başvuruda sunulan çeviride “yeni ihrac primi” olarak belirtilmiştir.

¹³⁰ (.....)

¹³¹ (.....) tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....); HAZİNE tahvil ihracında ortak aktif talep toplayıcılar (.....)’dir.

"(.....)'de olduğunuz değil, ek bir tane"

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"belki de diğer ihraççıların (.....) ile kafa kafaya devam etmek istemediklerini düşünüyorlardır ☺"

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"Sanırım yarışan tüm arzları ihraççıya yorumsuz bildiriyoruz varsayım yok"

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"umarım kendi kendine çözülür müşteri zaten 15'ine odaklandı"

10.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"sadece girmeye çalışırken birbirimizin ayağına takılmayalım önümüzdeki hafta yolculuk için ideal"

ancak ihraççının şansını denemek için ödeme yapacağından emin değilim"

(...)

14.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"(.....) ile çıktı"

fiyatlandırma yarın

bence gün içinde kafa kafaya çıkmak iyi bir fikir değil"

14.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"Yarın için hala pazarlara bakardım"

(.....) çok farklı teklifler"

(...)

15.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"(.....) işlemi nasıl gidiyor?"

15.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"(.....) rayiç değeriniz nedir?"

"(.....), (.....), (.....) işlemiyle ilgili önemli bir şey olursa lütfen haber verin"

15.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"Şimdilik Asya ve Körfez ülkeleri merkezli olduğundan (.....) pek bir şey öğrenemedik (.....) bekliyorlar"

Hadi çıkalım"

15.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"(.....) (.....) olarak belirlendiğini görüyorum, rayiç değerinizi nerede belirlediniz? Kabaca (.....)bp geri mi yoksa sukuk için fazla ayarlama mı yaptınız?"

15.06.2021, (.....) > (.....) çalışanı

"Rayiç değer geleneksel için (.....)"

- (195) Bulgu-B25'te (.....) tahvil ihracına ilişkin Bloomberg konsorsiyum grubunda yapılan yazışmada, ilk olarak tahvil ihracının zamanlamasının konuşulduğu görülmüştür. Bu kapsamda her iki ihraçta da aktif talep toplayıcı olarak görev yapan (.....) ve (.....) tarafından söz konusu ihraç işlemlerin aynı zamanda çıkmaması gerektiği ifade edilmiştir. Yazışmanın devamında yer alan 15.06.2021 tarihli yazışmada ise (.....) tahvil ihracında aktif talep toplayıcı olarak yer almayan (.....) tarafından (.....) ihracındaki rayiç değer sorulduğu görülmüştür. Her iki ihraçta da aktif talep toplayıcı olarak görev alan (.....) tarafından ise (.....) pek bir şey öğrenemedikleri ve "(.....)'ları bekliyorlar" ifadesinin kullanıldığı görülmüştür. Daha sonra (.....) tarafından (.....) ihracındaki fiyatlama hakkında tekrar bilgi istendiği ve "(.....) olarak belirlendiğini görüyorum, rayiç değerinizi nerede belirlediniz? Kabaca (.....)bp geri mi yoksa sukuk için fazla ayarlama mı yaptınız?" ifadelerinin kullanıldığı görülmüştür. (.....) tarafından ise söz konusu sorunun "Rayiç değer geleneksel için (.....)" şeklinde cevaplandığı anlaşılmıştır.

H.4.3. Dosya Konusu Başvuru Kapsamında Sunulan Belgelere İlişkin Genel Değerlendirme

- (196) İnceleme konusu iddialar temel olarak Avrupa özel sektör tahvil piyasalarında, bu tahvillerin birincil pazarlarda ihracı aşamasında ve ikincil pazarlarda gördükleri işlemlerde rol alan bankaların aralarında yapmış olduğu rekabete hassas bilgi değişimi iddiasına yönelik olarak başvuruda bulunmuş ve buna yönelik olarak belgeler sunmuştur. İlgili başvuruda ve sonrasında tarafça iletilen yazılarda, temel olarak;
- birincil piyasalarda (.....) çalışanları ile ihraç edilecek/edilmiş tahvillerde gerçekleşen FV ve NIP gibi gizli bilgiler ile ihracın zamanlamasına ilişkin bilgileri karşılıklı olarak paylaştıkları ve kendilerinin rol aldıkları/alacakları ihraçlar bakımından kendilerini bu bilgilere göre konumlandıkları;
 - ilgili çalışanların edindikleri söz konusu bilgileri aynı banka bünyesinde ikincil piyasada faaliyet gösteren ekipler ile paylaşarak bankanın bu piyasadaki faaliyetlerini paylaşılan bilgilere göre konumlayabildiği
- ifade edilmiştir.
- (197) Açıklanan hususlar çerçevesinde sunulan belgelerin içeriğine bakıldığında, (.....) çalışanının büyük çoğunluğu AB sınırları dâhilinde faaliyet gösteren teşebbüslerin ihraç ettiği ya da edecekleri tahvil işlemlerine ilişkin olarak rakip banka çalışanları arasında gerçekleştirilen rekabete hassas bilgi değişimi olabileceği ihtimali olan yazışmaların bulunduğu görülmüştür. İlgili yazışmalar incelendiğinde, bu tip bilgilerin paylaşıldığı ihraç işlemlerinin büyük çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti sınırları dışında yerleşik teşebbüsler tarafından gerçekleştirilmiş olduğu görülmüştür. Bu olgudan hareketle başvuruya konu davranışların 4054 sayılı Kanun'un 2. maddesi uyarınca 4054 sayılı Kanun'un kapsamına girip girmediğinin ortaya konulması gerekmiştir. İlgili madde hükmüne göre Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde mal ve hizmet piyasalarında faaliyet gösteren ya da bu piyasaları etkileyen her türlü teşebbüsün aralarında yaptığı rekabeti engelleyici, bozucu ve kısıtlayıcı anlaşma, uygulama ve kararlar (...) 4054 sayılı Kanun kapsamına girmektedir.
- (198) İlgili hüküm kapsamında öncelikle, başvuruda belgelerine yer verilen eylemlerin her türlü teşebbüsün aralarında yaptığı rekabeti engelleyici, bozucu ve kısıtlayıcı anlaşma, uygulama ve karar niteliği taşıyıp taşımadığı tespit edilmesi sonrasında ise bu davranışın ihlal olarak değerlendirilmesi durumunda Türkiye'deki piyasaları etkileyip etkilemediği hususu ele alınması gerekmektedir.
- (199) Başvuru kapsamında, içerisinde (.....) *Bloomberg* ve *WhatsApp* iletişimlerini içeren çok sayıda belge sunulmuştur. İlgili belgelerin incelenmesi neticesinde bunların, başvuru tarafının çalışanları ile başta (.....) gibi bankaların bulunduğu rakip banka çalışanları arasında Avrupa'da birincil piyasalarda gerçekleşen veya gerçekleşecek olan özel sektör tahvil ihraçlarına ilişkin olarak ücret, fiyat ve zamanlama bilgilerinin ilgili tahvillerin konsorsiyum aşamasında paylaşılmış olduğu görülmüştür. Ek olarak birincil piyasalara ilişkin olarak elde edilen bu verilerin ikincil piyasalarda faaliyet gösteren ekiplerle paylaşıldığı görülmüştür.
- (200) Bu kapsamda öncelikle özel sektör tahvil ihraç sürecinde aracı kurumların ve ihraççı teşebbüslerin her birinin kendi aralarındaki rakiplik ilişkisinin ele alınması önem arz etmektedir. Yukarıda "*Avrupa Özel Sektör Tahvillerine İlişkin Süreç*" başlığı altında da yer verildiği üzere, aracı kurumlar, özel sektör tahvil ihracına ilişkin konsorsiyum sürecinden önce, potansiyel tahvil ihraççıları tarafından yetkilendirilmek için aktif olarak birbirleri ile rekabet etmektedir. Bu süreçte, aracı kurumlar kendilerini potansiyel yeni

bir yetkilendirmenin parçası olarak konumlandırabilmek adına, potansiyel ihraççılara sürekli olarak özel sektör tahvilleri için gösterge olarak da adlandırılan referans niteliğindeki fiyatları ve pazar bilgilerini sağlamaktadır. Bu noktada özellikle kurumsal ihraççılar, aracı kurumun pazardaki itibarına, fiyatlandırma konusunda verilen danışmanlığın yeterliliğine ve genel olarak aracı kurum tarafından önerilen stratejiye, bankanın/aracı kurumun işlem deneyimine ve sıralama tablosundaki konumuna ve bankanın/aracı kurumun ikincil pazardaki alım satım kapasitesine, en çok da işlem deneyimi ve sağlanan danışmanlığın kalitesine dikkat etmektedir. Bununla birlikte, önceden var olan bir kredi ilişkisinin bir özel sektör tahvili için yetkilendirme garantisi sağladığına dair kesin ve katı bir kural bulunmadığının belirtilmesi önemlidir.

- (201) Tahvil ihraç eden teşebbüsten yetkinin alınması ile konsorsiyum süreci başlamakta olup ihraççı, tahvil ihracını yönetmek üzere bir banka konsorsiyumunu yetkilendirmektedir. İhraççılar genellikle, üç veya daha fazla (nadiren de olsa 20'ye kadar) bankadan oluşan bir konsorsiyumu yetkilendirmeyi tercih etmektedir¹³². İhraççılar, böyle bir konsorsiyum aracılığıyla pazarı daha geniş bir açıdan görmeyi ve hata payını, yani tahvil getirisinin çok düşük belirlenmesi nedeniyle işlemin başarısız olma riskini, azaltmayı hedeflemektedir. Konsorsiyum ve ilgili bankaların konsorsiyum ekipleri, ihraç sürecinde aktif bir rol oynamaktadır. Bu süreçte, ihraççı ile beraber konsorsiyumun amacı, özel sektör tahvilinin olabilecek en düşük ihraç fiyatı ile ihraç edilmesini sağlamaktır. Bunu sağlayabilmek adına, konsorsiyum ekipleri pazar ile, yani yatırımcılarla, temasa geçmekte ve yatırımcıyla ihraççı teşebbüsü bir araya getirmektedir. Bu noktada tahvilin başarı ile sonuçlanması için bazı faktörler ön plana çıkmaktadır. Bunlar; çıkış anındaki arz/talep dengesi, rayiç değer ve yeni ihraç primi (*New Issue Premium-NIP*, aynı zamanda yeni ihraç imtiyazı (*New Issue Concession-NIC* olarak da adlandırılmaktadır) de dâhil olmak üzere tahvilin fiyatı ve pazarın genel durumu olarak sıralanabilir.
- (202) Konsorsiyum sürecinde, aracı kurumlar arasındaki rekabetin sona erdiği, bu aşamada aracı kurumların nihai amacının ilgili tahvil ihracını başarılı bir şekilde gerçekleştirmek olduğu söylenebilecektir. Bu durum aynı zamanda ya da yakın tarihlerde ihraç edilecek ve yarışan arz olarak nitelendirilen ihraç işlemindeki aracı kurumlar için de geçerlidir. Bu aşamada her iki tahvil ihracında görev alan aracı kurumların nihai amacının piyasa gözlemi neticesinde doğru bir fiyatlandırma ve zamanlama yapılarak ilgili tahvillerin yeterli talebi bulabilmesi ve tahvil ihracının başarılı bir şekilde sonuçlanmasıdır. Bir başka deyişle yarışan arz olarak nitelendirilebilecek tahvillerin ihracında görevli aracı kurumların konsorsiyum aşamasında birbirleri ile rakiplik ilişkisinin bulunmadığı değerlendirilmiştir.
- (203) Söz konusu sürecin ihraççı teşebbüsler bakımından da değerlendirilmesi önemlidir. İlk olarak yarışan arz kavramı ele alındığında, yarışan arzlar genellikle ihraççıların aynı sektörde yer aldığı, benzer risk düzeyinde bulunduğu ve benzer getiri potansiyeline sahip olduğu işlemleri ifade etmektedir. Bununla birlikte, parametreler (örneğin: büyüklük, derecelendirme, ihraççının menşei.) karşılaştırılabilir olduğunda, pratikte farklı sektörlerdeki işlemler de aynı pazar kapasitesi için rekabet edebilecektir. Örnek olarak; büyük bir otomotiv şirketi çok büyük bir ihraç yapacaksa ve buna paralel olarak büyük bir kimya şirketi de benzer büyüklükte ve vadede bir tahvil çıkaracaksa, özellikle ihraççıların aynı ülkeden olduğu durumlarda, bu işlemlerin de birbirleri ile rekabet ettiği kabul edilebilecektir. Dolayısıyla aynı gün birden fazla özel sektör tahvilinin ihraç

¹³² Dosya kapsamında portföy yönetim şirketleri ile yapılan görüşmelerde, Türkiye'de özel sektör tahvil ihracı gerçekleştirilirken konsorsiyum kurulmadığı, tek bankanın görevlendirildiği ifade edilmiştir.

edildiği bir durumda, yatırımcı kapasitesi için rekabet edebilmek, ihraççı için daha yüksek ek getiri (*spread*) ödemek zorunda kalmayı gerektirebilmektedir. Öte yandan yarışan arz olarak değerlendirilebilecek ihraç işlemlerinin her ne kadar aynı tarihte yatırımcı kapasitesi bakımından rekabet ettiklerinden bahsedilebilecekse de yatırımcıların gözünde söz konusu şirketlerin birbirleri için gerçek anlamda birer ikame teşkil etmeyeceği değerlendirilmiştir. Nitekim söz konusu şirketlerin aynı sektörde faaliyet gösterdiği durumda dahi ilgili şirketlerin büyüklüğü, finansal durumları, yönetim yapısı, geçmiş performansları, gelecek planlamaları gibi birtakım parametreler yatırımcının karar aşamasında önemlidir. Bu kapsamda yatırımcı bakımından ilgili tarihlerde yatırım yapabileceği birden fazla ihraç işlemi olsa da bu işlemlerin birbirlerine yakın ikame olmadığı değerlendirilmiştir.

- (204) İkinci olarak tahvil ihraç sürecinde, yukarıda da yer verildiği üzere, ihracın başarılı bir şekilde gerçekleşmesi, bir başka deyişle ihraç işlemi neticesinde yeterli talebin bulunabilmesi adına tahvilin doğru bir şekilde fiyatlandırılması önem arz etmektedir. İhracın konsorsiyum aşamasında, yukarıda da bahsedildiği üzere, aracı kurumların nihai amacı doğru bir fiyatlama ve zamanlama yapılarak ilgili tahvillerin yeterli talebi bulabilmesi ve tahvil ihracının başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasıdır. Bu kapsamda başvuruda sunulan bulgular incelendiğinde, aracı kurumlar tarafından yarışan arz olarak değerlendirilebilecek işlemlerin ve geçmiş tarihli işlemlerin NIP ve FV gibi fiyatlama parametrelerinin ve yakın tarihli ihraçların zamanlama bilgilerinin diğer aracı kurumlardan elde edildiği görülmüştür. Bu aşamada, farklı ihraçlarda yetkilendirilen aracı kurumlar (konsorsiyum aşamasında) birbirleri ile rakip olarak değerlendirilmemiştir. Bu kapsamda söz konusu bilgi değişiminin 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi anlamında rakipler arasında olmadığı kanaatine varılmıştır.
- (205) Bilgi değişiminin rekabet hassas nitelikte olduğu değerlendirmesi yapılırken bilginin kaynağı, paylaşılan bilginin dönemi, niteliği, paylaşım sıklığı ve olası bir işbirliği için zemin hazırlayıp hazırlamadığı gibi etmenler dikkate alınmaktadır. Bu bağlamda, mevcut dosya kapsamındaki bulgulara paylaşılan bilgilerin *-rakipler arasında olsa dahi-* mezkûr dosya kapsamda herhangi bir uzlaşıya zemin hazırlayacak nitelikte olmadığı ve niteliği itibarıyla da tahvil piyasalarının sağlıklı bir şekilde işleyişi için gerekli olduğu değerlendirilmiştir.
- (206) Diğer taraftan başvuru kapsamında sunulan bulgular incelendiğinde de, gerek aracı kurumlar tarafından gerekse ihraççı teşebbüsler tarafından Kanun'un 4. maddesi anlamında rakip iki ya da daha fazla teşebbüs tarafından birlikte yatırımcı aleyhine örneğin düşük faiz ya da yüksek vade gibi bir durum yaratılmaya çalışılmadığı görülmüştür. Edinilen bilgilerin fiyatlamada birer gösterge olarak kullanıldığı ve ihraç işlemlerine yeterli talebi toplayabilmek adına fiyatlamamanın ve zamanlamamanın yatırımcı lehine belirlendiği görülmüştür. Diğer taraftan fiyatlamamanın yatırımcı lehine belirlenmesiyle birlikte ihraççı teşebbüsün tahviline yönelik talebin artmasıyla finansman ihtiyacının yeteri kadar karşılanacağı ve sonuç olarak ihraççı teşebbüslerin itibarı ve güvenilirliği bakımından önem arz eden tahvil ihraç sürecinin başarıyla nihayete erdirileceği değerlendirilmiştir. İlaveten başarıyla sonuçlanan bir sürecin aracı kurumların itibarı ve güvenilirliği için de önemli olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla söz konusu bilgilerin değişiminin, herhangi bir taraf bakımından dezavantajlı bir durum yaratmadığı ve rekabetçi endişe yaratacak mahiyette olmadığı kanaatine varılmıştır.
- (207) Değinilmesi gereken bir başka husus ise dosya konusu iddiaların (.....). Bu kapsamda (.....) ve (.....) ile yapılan toplantılarda, (.....) ifade edilmiştir.(.....) ifade edilmiştir¹³³. (.....).

133 (.....)

Dolayısıyla, söz konusu iletişimlerin herhangi bir uzlaşuya işaret etmeyeceği değerlendirilmiştir.

- (208) Yukarıda yer verilen tüm hususlar bütüncül olarak değerlendirildiğinde, başvuru kapsamında elde edilen bulgulara yer alan iletişimlerin rakipler arasında gerçekleşmediği velev ki ilgili bulgular rakipler arası iletişimleri konu alsa dahi herhangi bir uzlaşuya zemin hazırlayacak nitelikte olmadığı ve niteliği itibarıyla da tahvil piyasalarının sağlıklı bir şekilde işleyişi için gerekli olduğu, ayrıca gerek iletişimin doğrudan tarafları gerekse de herhangi bir üçüncü taraf bakımından dezavantajlı bir durum doğmadığı dolayısıyla, 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında ihlal niteliği teşkil etmediği değerlendirilmiştir. Bu bağlamda ilgili eylemlerin Türkiye'deki piyasaları etkileyip etkilemediği hususunun ayrıca incelenmesine gerek olmadığı sonucuna varılmıştır.

H.4.4. Yerinde İncelemede Taraflardan Elde Edilen Belgeler ve Söz Konusu Belgelere İlişkin Değerlendirme

- (209) **Bulgu-Y1¹³⁴:** BANK OF AMERICA TÜRKİYE'de yapılan yerinde incelemede elde edilen, 23.06.2020, 24.06.2020, 25.06.2020 ve 26.03.2020 tarihlerinde (.....) tarafından Akbank Türk Anonim Şirketi (AKBANK) çalışanları olduğu düşünülen (.....) uzantılı e-posta adreslerine iletilen ve bilgide (.....) uzantılı e-posta adreslerinin yer aldığı "(.....)" konulu e-posta silsilesinde yer alan yazışmalar ile 29.06.2023 tarihinde (.....) uzantılı e-posta adresinden (.....) e-posta adreslerine iletilen ve bilgide (.....) uzantılı e-posta adreslerinin bulunduğu e-posta yazışması aşağıdaki gibidir:

¹³⁴ 23.06.2020, (.....)

23.06.2020, (.....)

Kıymetli arkadaşlar,

Güncelleme çağrısına ilişkin gösterge fiyatını ve ikincil pazar seviyelerini ilişikte bulabilirsiniz.

Teşekkürler,

(.....)

24.06.2020, (.....)

Kıymetli Akbank ekibi,

Ekte günlük yeni ihraç fiyatlandırma güncellememizi bulabilirsiniz.

Son güncelleme çağrımız sırasında talep edildiği üzere, yeni ihraç fiyatlandırma gerekçemize ilişkin gerekçeyi ilave ettik.

Müşterek talep toplayıcılar adına,

(.....)

25.06.2020, (.....)

Kıymetli Akbank ekibi,

Güncellenmiş gösterge fiyatını ve ikincil pazar seviyelerini referans olarak ekte bulabilirsiniz.

Müşterek talep toplayıcılar adına,

(.....)

26.06.2020, (.....)

Kıymetli Akbank ekibi,

Ekte bugünün güncelleme çağrısına ilişkin materyali bulabilirsiniz.

Müşterek talep toplayıcılar adına,

(.....)

29.06.2020, (.....)

Kıymetli Akbank Ekibi,

Ekte en sonki gösterge fiyatı güncellememiz ile destekleyici piyasa yorumumuzu bulabilirsiniz.

Piyasada Öne Çıkanlar:

- Hafta sonuna zayıf bir kapanışla girilmesinin ve Asya piyasalarının bugün erken saatlerde zor bir seans geçirmesinin ardından, Avrupa ve ABD'de piyasa havası bugünkü işlem seansı boyunca istikrarlı bir şekilde iyileşti.
- Özellikle ABD'de virüsle ilgili endişeler devam ederken, ABD Mayıs ayı kesinleşmemiş konut satışlarının tüm piyasa tahminlerinin geride bırakarak rekor bir artış kaydetmesi, piyasa atmosferini iyileştirdi.
- Riskli varlıklar için yapıcı bir gün oldu: başlıca ABD ve Avrupa hisse senedi göstergeleri (.....) ila (.....)% arasında değişen getiriler kaydetti.

Gösterge devlet tahvil getirileri gün içinde düşük seviyelerde yatay olarak seyretti:

(.....) Yıllık ABD Hazine Tahvili getirisi %(.....)'un altında, (.....) baz puan düşüşü gösterge ABD mid-swap oranı ise %(.....)'nin hemen üzerinde. Kredi alanında, hem nakit spreadler, hem de endeksler az bir miktar sıkılaştı.

İhraççı	Derecelendirme	Dilim	İlk Fiyat Kanaatı	Nihai Hüküm	Revizyon	Talepler	Yeni İhraç İmtiyazı
(.....)	(.....)	(.....)yr	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)
		(.....)yr	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)
		(.....)yr	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)
		(.....)yr	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)

(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)
(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)	(.....)

Türkiye piyasası genel olarak gün boyunca sabit kaldı ve kısmen gösterge faizlerdeki aşağı yönlü hareketi yansıtarak Cuma gününe kıyasla ortalama spreadlerde marjinal bir genişleme kaydetti. Akbank'ın tedavülde bulunan (.....) 2025 tarihli ABD Doları bazlı tahvilleri bugün kapanışta Cuma gününe kıyasla yatay seyretti.

İlk ihraçlar açısından, bugün bir dizi yatırım yapılabilir işlem gözlemledik: (.....)[(.....)]'ın Euro ve ABD Doları cinsinden büyük arzı ve (.....)[(.....)]'nin çift dilimli Euro ve Sterlin kurumsal hibrit arzı. Ayrıca iki önemli gelişmekte olan piyasa işlemi gözlemledik: Ürdün Krallığı [(.....)] potansiyel (.....) çift dilimli (.....) ve (.....) yıllık gösterge arzı öncesinde küresel bir yatırımcı çağrısına ev sahipliği yaparken, (.....) Holding [(.....)] (.....) milyon ABD Doları tutarındaki büyümesiz yeni 5 yıllık arz öncesinde küresel bir yatırımcı çağrısı gerçekleştirdi. Ürdün 2027 ve 2047 vadeli tahvillerinin, yetki açıklamasının ardından nakit bazda (.....) ile (.....) puan arasında gerilediğini not ediyoruz.

Bugünkü Avrupa birincil piyasa işlemlerinin seyri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. ABD birincil piyasa seansı hâlen devam ettiğinden, yarın sabah yapılacak güncelleme görüşmesinde önemli işlemlerin sonuçlarını özetlemekten memnuniyet duyacağız.

Müşterek talep toplayıcılar adına,
(.....)

- (210) Bulgu-Y1'de (.....) tahvil ihracında aktif talep toplayıcılar (.....) (sadece Avro), (.....) iken; (.....) tahvil ihracında aktif talep toplayıcıların ise (.....) konsorsiyum üyesinin (.....) olduğu görülmüştür.
- (211) Söz konusu bulguda (.....) tarafından çıkartılacak bir özel sektör tahvil ihracında yetkilendirilmiş bankaların ilgili tahvil işlemine ilişkin yazışmaları yer almaktadır. İlgili bulguda yer alan “İlk ihraçlar açısından, bugün bir dizi yatırım yapılabilir işlem gözlemledik: (.....) ve (.....)” ifadelerinden ve devamında paylaşılan bilgilerden, (.....)ve (.....) isimli tahvillere ilişkin bilgilerin (.....) işleminin fiyatlamasında referans alındığı görülmüştür. Her iki ihraçta da ortak konsorsiyum üyesi konumundaki (.....) tarafından gönderilen söz konusu tahvillere ilişkin bilgilerin paylaşıldığı tabloda yeni ihraç imtiyazını da içeren birtakım verilerin yer aldığı anlaşılmıştır.
- (212) Bahse konu verilerin, (.....) çalışanı tarafından AKBANK'a iletildiği görülmüştür. Diğer yandan, yukarıda yer verildiği üzere, yeni ihraç imtiyazı bilgilerinin ilgili tahvilin piyasaya sunulması esnasında yatırımcılarla paylaşılan bilgilerden biri olmadığı bilinmektedir. Ek olarak, bulguda yer alan iletişimlerin dosya kapsamında sunulan bulgular ile benzerlik gösterdiği değerlendirilmiştir. Nitekim (.....) ihracında aktif talep toplayıcı olarak görev alan (.....)'nın yakın tarihlerde ihraç edilen (.....) ve (.....) tahvillerinde de aktif talep toplayıcı olarak rol aldığı ve bu kapsamda söz konusu tahvillerin NIP verilerini AKBANK konsorsiyum ekibiyle paylaştığı görülmüştür.
- (213) Bununla birlikte, “Dosya Konusu Başvuru Kapsamında Sunulan Bulgulara İlişkin Genel Değerlendirme” başlığı altında yer verildiği üzere; bir tahvilin ihraç sürecinde aracı kuruluşların tahvili ihraç edecek teşebbüs tarafından yapılan yetkilendirme aşamasına kadar rekabet halinde olduğu, bu aşamadan sonra gelen aşama olan konsorsiyum aşamasında ise birbiriyle rekabet halinde olmadıkları bilinmektedir. Zira, tahvilin oluşum aşamasında, aracı kurumlar kendilerini potansiyel yeni bir yetkilendirmenin parçası olarak konumlandırabilmek adına, potansiyel ihraççılara sürekli olarak özel sektör tahvilleri için gösterge olarak da adlandırılan referans niteliğindeki fiyatları ve

pazar bilgilerini sağlamakta iken bu sürecin sonunda oluşturulan konsorsiyum aşamasında yalnızca yetkilendirilen kuruluşlar tarafından süreç yürütülmektedir.

- (214) Bu çerçevede, ilgili ihracın konsorsiyum aşamasında yetkilendirilen aracı kuruluşların, mezkur belgede gösterge olarak paylaşılan teşebbüslerin tahvil ihraçlarına aracılık eden aracı kuruluşların da rakibi konumunda olmadıkları değerlendirilmiştir. Bu kapsamda (.....) tahvil ihracındaki aracı kurum konumunda olan (.....) ile (.....) ve (.....) ihraçlarındaki aracı kurumların rakip konumunda olmadığı değerlendirilmiştir. Ayrıca söz konusu bilginin (.....) tarafından ihraççı teşebbüs konumunda olan AKBANK'a gönderildiği görülmüştür. Bu kapsamda (.....) ile yukarıda yer verilen teşebbüslerin ilgili tahvil ihraçları bakımından rakip konumunda olmadıkları değerlendirilmiştir.
- (215) Yarışan arzlar tabiri genellikle ihraççıların aynı sektörde yer aldığı, benzer risk düzeyinde bulunduğu ve benzer getiri potansiyeline sahip olduğu bir işlemi ifade etmekle birlikte pratikte farklı sektörlerdeki işlemler de aynı pazar kapasitesi için zaman zaman (örneğin, büyüklük, derecelendirme, ihraççının menşei karşılaştırılabilir olduğunda) rekabet ediyor olabilmektedir. Bulguda adı geçen (.....) ve (.....) tahvillerinin (.....) tarihinde, (.....) tahvilinin ise (.....) tarihinde ihraç edildiği görülmüştür. Bu doğrultuda AKBANK'ın faaliyet alanı genel olarak finansal hizmetler iken mevcut belgede adı geçen teşebbüsler olan (.....) faaliyet alanının (.....) sektörü, (.....) faaliyet alanının ise genel anlamda (.....) sektörü olduğu ve ayrıca söz konusu teşebbüslerin menşelerinin de farklı olduğu görülmüştür. Bu bakımdan (.....) ile bulguda adı geçen gösterge teşebbüslerin tahvil ihraçlarının birbirleri açısından "yarışan arz" konumunda olmadığı, diğer bir ifade ile ICBC tarafından (.....) gönderilen bilgilerin AKBANK tarafından ihraç edilecek olan tahvil için rekabete hassas bir nitelik taşımadığı değerlendirilmiştir.
- (216) İlaveten, "Dosya Konusu Başvuru Kapsamında Sunulan Bulgulara İlişkin Genel Değerlendirme" başlığı altında detaylı bir şekilde yer verildiği üzere; tahvil ihraç sürecinde, ihracın başarılı bir şekilde gerçekleşmesi, bir başka deyişle ihraç işlemi neticesinde yeterli talebin bulunabilmesi adına tahvilin doğru bir şekilde fiyatlandırılması önem arz etmektedir. İhracın konsorsiyum aşamasında, aracı kurumların nihai amacı doğru bir fiyatlama ve zamanlama yapılarak ilgili tahvillerin yeterli talebi bulabilmesi ve tahvil ihracının başarılı bir şekilde sonuçlandırmasıdır. Nitekim (.....) ve (.....) tarafından da, (.....).
- (217) Sonuç olarak, ilgili bulgunun da başvuruda sunulan bulgular ile benzer nitelik taşıdığı görüldüğünden ilgili bulguya konu yazışmanın 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında ihlal niteliği teşkil etmediği değerlendirilmiştir.
- (218) **Bulgu-Y2:** 24.07.2023 tarihinde TEB YATIRIM yetkilisi (.....) tarafından TEB YATIRIM yetkilisi (.....) gönderilen WhatsApp mesajının içeriği şu şekildedir:
24.07.2023
 (.....): "(.....) giremiycem dedi (.....)"
 (.....): "Haydaaa
 Kotu oldu bu
 Ufak da olsa girer diye bekliyorduk"
 (.....): "Evt ama (.....) ok vermedi dedi
 Kötü oldu"
 (.....): "İnsallah (.....) girer
 Bu arada (.....) bugün geri donmemiz gerekiyor"
 (.....): "Ok çıkınca arıycam
 Milleti"
 (.....): ""

(.....): “(.....) denebilir dedi
 (.....) yıl
 Brisa (.....) çıkmış”
 (.....): “Ok
 (.....) deneyelim o zaman ”

(.....): “

24.07.2023 tarihinde AK PORTFOY çalışanı (.....) ile AK PORTFÖY yetkilisi (.....) arasında gerçekleşen WhatsApp yazışmasına ilişkin ekran görüntüsü paylaşılmıştır:

(.....): “Selamlar
 (.....) ile gelmeyi planlıyormuş
 Bastan yazayım dedim de sonra sikinti olmasın. Onlar da bu hafta gelecekmış
 (.....) Yıl vade ile”
 (.....): “Çok teşekkürler (.....) hanım”

(.....): “Eh napalım. (.....) olarak yonlensoedik”

(.....): “Valla yeni yazdı bence (.....) problem olmaz ama aynı güne denk gelir mi bilemedim

O zaman biraz kastırır”

(.....): “Kismet :)”

(219) Bulgu-Y2’de yer alan ve TEB YATIRIM çalışanları arasında gerçekleşen yazışmada, TEB YATIRIM’ın yazışma tarihinden ileri bir tarihte çıkarmayı planladığı “(.....)” isimli tahvilin koşullarının belirlenmeye çalışıldığı anlaşılmıştır. Söz konusu yazışmada ilk olarak çeşitli yatırımcıların ilgili tahvile yönelik taleplerinin olup olmayacağı hususu konuşulmuştur. Diğer yandan, yazışmada “(.....)” olarak ifade edilen (.....) ise aynı gün dönüş yapılmasının gerektiği belirtilmiş ve ilgili tahvilin koşullarının belirlenmesi aşamasında yatırımcı sıfatını haiz portföy yönetim şirketleri ile iletişime geçileceği, bu kapsamda, AK PORTFÖY çalışanı (.....) ile de iletişime geçildiği anlaşılmıştır. Bulguda yer alan “(.....) denebilir dedi (.....) yıl (.....) çıkmış” ifadesinden AK PORTFÖY çalışanının, (.....) isimli tahvilin faiz oranının “benchmark” olarak TEB YATIRIM ile paylaştığı görülmüştür. İlgili tahvil işlemi kamuya açık kaynaklardan araştırıldığında (.....) (.....) tarihleri arasında AK YATIRIM tarafından aracı olunan dört adet tahvil ihracı işlemi gerçekleştirdiği, bu ihraçlardan (.....) tarihli ihracın faiz oranının KAP duyurusundan %(.....) olduğu görülmüştür¹³⁵. Bu bakımdan, kamuya açık kaynaklardan erişilebilen ve “benchmark” olarak kullanılan (.....) ihracından hareketle; TEB YATIRIM çalışanlarının ilgili “(.....)” tahvil ihracındaki faizi %(.....) olarak belirlemeye yönelik öngörü geliştirdikleri anlaşılmıştır.

(220) İlaveten bulguda yer alan ve AK PORTFÖY çalışanı (.....) tarafından TEB YATIRIM çalışanı (.....) gönderilen mesajda “(.....) ile gelmeyi planlıyormuş Bastan yazayım dedim de sonra sikinti olmasın. Onlar da bu hafta gelecekmış (.....) Yıl vade ile” ifadesinden henüz ihraç edilmemiş (.....) tarafından ihraç edilecek¹³⁶ tahvilin fiyat ve zamanlama koşullarının ihraç tarihinden önce TEB YATIRIM ile paylaşıldığı görülmüştür. İlgili (.....) işlemine ilişkin kamuya açık kaynaklardan yapılan araştırmalar neticesinde, işleme AK YATIRIM’ın aracılık ettiği, işlemin vadesinin (.....) gün, faiz oranının %(.....) basit ve %(.....) bileşik olduğu ve satışa başlama ve satışın tamamlanma tarihinin (.....) olduğu ve KAP’a (.....) tarihinde duyurulduğu görülmüştür. İlgili yazışma tarihinin ise KAP’a yapılan duyurudan 4 gün öncesine (24.07.2023) ait olduğu görülmüştür.

¹³⁵ (.....), Erişim Tarihi: 28.02.2025.

¹³⁶ (.....) Erişim Tarihi: 28.02.2025.

- (221) Yazışmanın devamında TEB YATIRIM'ın söz konusu bilgi ile aracılık işlemini gerçekleştirdiği (.....) ihraç ettiği (.....) gün vadeli finansman bonosunda faiz oranının basit %(.....), bileşik %(.....) olarak belirlendiği anlaşılmıştır¹³⁷. İlgili bononun satış işlemi 26.07.2023 tarihinde tamamlanarak KAP'a (.....) tarihinde duyurulmuştur.
- (222) Bununla birlikte, ilgili yazışmanın devamında yer alan *"Valla yeni yazdı bence (.....) problem olmaz ama aynı güne denk gelir mi bilemedim O zaman biraz kastırır"* ifadesinden (.....) ihracının (.....) tahvili ile aynı gün yapılması durumunda, bu iki tahvil ihracı yarışan arz niteliğinde olabileceğinden, sorun yaşanabileceği anlaşılmıştır. *"Dosya Konusu Başvuru Kapsamında Sunulan Belgelere İlişkin Genel Değerlendirme"* başlığında da değinildiği üzere, benzer nitelikteki bilgilerin paylaşıldığı bulguların (.....). Nitekim bulguda yer alan *"...ama aynı güne denk gelir mi bilemedim O zaman biraz kastırır"* ifadesinin rekabetçi bir endişe yaratmaktan uzak olduğu, ifadede yer alan ve tahvillerin aynı gün çıkmasından duyulan kaygının, aynı gün benzer koşullarla piyasaya çıkacak tahvillerin başarısız olmasından ileri geldiği değerlendirilmiştir.
- (223) Bu çerçevede, Türk sermaye piyasalarında özel sektör tahvil ihracı işlemlerinde aynı tarihte yapılacak olan ihraçlara talep yaratmanın zor olabileceği hususu göz önüne alındığında, iki ayrı teşebbüsün aynı tarihte tahvil ihracı gerçekleştirmesinin gerek yatırımcı gerekse ihraççı teşebbüs açısından bir faydasının olmayacağı açık olduğu bir başka deyişle tahvillerden birinin ve/veya ikisinin de başarısız olacağı mülahaza edilmiştir. Ek olarak, mezkûr belgede teşebbüsler arasında paylaşılan bilgiler neticesinde yatırımcıların aleyhine olacak şekilde düşük faiz, yüksek vade gibi bir durumun da oluşmadığı görülmüştür. Nitekim söz konusu belgede TEB YATIRIM çalışanlarının *"(.....)"* tahvili için düşündükleri faiz oranını, edindikleri bilgiler çerçevesinde artırmayı tartıştıkları görülmüştür. Sonuç olarak yukarıda yer verilen hususlar bütüncül olarak değerlendirildiğinde, söz konusu bulgunun 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında bir ihlal niteliğini haiz olmadığı kanaatine varılmıştır.
- (224) **Bulgu-Y3:** 05.07.2022 tarihinde CITIBANK TÜRKİYE yetkilisi (.....) tarafından CITIBANK TÜRKİYE yetkilisi (.....), CITIBANK TÜRKİYE yetkilileri (.....) ve (.....) gönderilen ve ekinde *"Turkish Eurobonds all.xlsx"* isimli bir Excel dosyası bulunan *"(.....)"* konulu e-posta silsilesindeki ifadeler aşağıdaki gibidir:
- 05.07.2022, (.....)
"Akadaslar bana 2020den beri yaptigimiz (.....) islemlerinin listesini gonderebilir misiniz rica etsem thanks"
- 05.07.2022, (.....) > (.....)
"(.....) ve (.....) için tuttuğunuz bir liste olmalı. (.....) lütfen (.....) için temin eder misin?"¹³⁸
- 05.07.2022, (.....) > (.....)
"Merhaba, (.....) için ektedir. Tsk"
- 05.07.2022, (.....) > (.....)
"Ekte tüm listeyi iletiyorum. Aşağıda da 2020'den beri (.....)'nin bookrunner olduğu işlemleri bulabilirsiniz."

¹³⁷ (.....) Erişim Tarihi: 28.02.2025.

¹³⁸ Yazışmanın orijinal dili İngilizce olup dosya kapsamında Türkçeye tercüme edilmiştir. Yazışmanın orijinali şu şekildedir:
"(.....)"

(.....TİCARİ SIR.....)

[E-posta ekinde yer alan “Turkish Eurobonds all.xlsx” isimli Excel dosyasının bir kısmı aşağıdaki gibidir.]

(.....TİCARİ SIR.....)

- (225) **Bulgu-Y3**'te yer alan ve CITIBANK TÜRKİYE çalışanları arasında gerçekleşen yazışmada; CITIBANK TÜRKİYE yetkilisi tarafından direktörlere gönderilen 05.05.2022 tarihli e-postada CITIBANK TÜRKİYE tarafından tutulan tahvil işlemlerine ilişkin liste talep edilmiştir. E-postanın ekinde yer alan “Turkish Eurobonds all.xlsx” adlı belge incelendiğinde aralarında *Issuer Parent, Pricing Date, Maturity Date, Tenor, Remaining yrs, Currency, Tranche Value (Face), Coupon (%), CITI Participation, Segment, Deal Bookrunner Parent, Spread, Registration, Tier Capital, Moodys Rating (Current), S&P (Current), Fitch Rating (Current)* şeklinde anılan parametrelere ilişkin CITIBANK TÜRKİYE'nin katılmadığı işlemlere yönelik bilgilerin de bulunduğu görülmüştür. Bu bilgilerden *Issuer Parent*, ihraççı firmayı ifade ederken, *pricing date*'in vade başlangıç tarihini, *maturity date*'in vade sonu tarihini, *tenor*'un vade süresini, *remaining years* ifadesinin vadenin dolmasına kalan yıl sayısını, *currency*'nin tahvilin ihraç edildiği para birimini, *tranche value (face)*'nin ihraçta satışı gerçekleştirilen ve vadesi dolmuş olan miktarı, *coupon (%)* ifadesinin vade sonunda ödemesi yapılacak kupon faiz oranını, *segment* ifadesinin ihraççının niteliğini (örneğin devlet, özel sektör, banka gibi), *deal bookrunner parent* ifadesinin işlemde talep toplayıcı olarak rol alan finansal kuruluşları, *spread* ifadesinin tahvilin alım-satımı esnasında oluşan fiyat makasını ifade ettiği değerlendirilmiştir. Anılan parametrelerin hangi aşamadan itibaren kamuya açık bir biçimde paylaşılmış olabileceği hususu KAP bildirimlerinden araştırılmıştır.
- (226) İlgili Excel tablosunda yer alan ve CITIBANK TÜRKİYE'nin katılım sağlamadığı belirtilen (.....) tarafından ihraç edilen tahvil işleminin KAP'taki bildirim metni incelenmiştir¹³⁹. İlgili bildirimde, işlemin nominal değeri, vadesi, kupon sayısı, para birimi ve faiz oranı türü bilgileri yer almaktadır. Bulguda yer alan tablodaki kupon faizi ve spread gibi bilgilerin ise kamuya açıklanmamış olduğu görülmüştür. Bu kapsamda söz konusu bulguya ilişkin olarak CITIBANK TÜRKİYE'den bilgi ve belge talebinde bulunulmuştur. CITIBANK TÜRKİYE tarafından gönderilen cevabi yazıda, bulgudaki tabloda yer alan bilgilere *Bond Radar, Dealogic, Bloomberg, Reuters* gibi kamuya açık kaynaklardan ulaşılabileceği belirtilmiş ve “*Bond Radar*” isimli platforma ait ve “*issuer*”, “*volume*”, “*Cpn*”, “*maturity*”, “*spread*”, “*yield*”, “*leads*” gibi parametrelerin yer aldığı bir örnek ekran görüntüsü sunulmuştur. Bu kapsamda, kupon faizi ve spread gibi bilgilere kamuya açık kaynaklardan ulaşılabildiği anlaşılmıştır. Bu kapsamda ilgili bulguda yer alan bilgilerin rekabete hassas bilgi niteliğinde olmadığı değerlendirilmiştir.

H.4.5. Genel Değerlendirme

- (227) Kurum kayıtlarına ilk olarak (.....) tarihinde ve sonrasında (.....) tarihinde intikal eden başvuruda sunulan bilgi ve belgelerde;

¹³⁹ (.....) Erişim Tarihi: 28.02.2025.

- Avrupa özel sektör tahvillerine ilişkin birincil ve ikincil piyasalarda faaliyet gösteren ve aralarında (.....)'nin bulunduğu toplam (.....) banka arasındaki rekabete duyarlı bilgilerin diğer bankalarla paylaşıldığı,
- Bu çerçevede;
 - Özel sektör tahvil işlemlerine yönelik duyuruların zamanlaması, anlaşmaların büyüklüğü ve vadesi gibi işlem parametreleri de dâhil olmak üzere kamuya açıklanmamış tahvil işlemlerine,
 - Rayiç değer, talep toplama süreci ve bazı durumlarda beklenen nihai ihraç fiyatı da dâhil olmak üzere devam eden tahvil işlemlerine yönelik ihraç sürecine,
 - Çeşitli Excel dosyalarında toplanan geçmişe yönelik tüm fiyatlandırma parametreleri ve performans göstergelerine ilişkin bilgiler de dâhil olmak üzere tahvil ihraçlarına,
 ilişkin geçmişe ve/veya geleceğe dair stratejik bilgilerin paylaşıldığı,
- Bazı Türk menşeli teşebbüslerinin, Avrupa'da özel sektör tahvilleri ihraç ettiği ve/veya Avrupa'daki özel sektör tahvillerine yatırım yaptığı belirtilmekte olup bu çerçevede kartelden Türkiye piyasalarının etkilendiğinin düşünüldüğü hususları ifade edilmiştir.

- (228) Diğer yandan, başvuruda adları sunulan teşebbüslerin borçlanma araçları piyasalarında Türkiye'de gösterdikleri faaliyetler bakımından 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında herhangi bir ihlal gerçekleştirip gerçekleştirmediklerinin tespiti adına hem anılan bankaların Türkiye'deki iştiraklerinde hem de yurt dışında işlem görmek üzere borçlanma aracı ihraç eden Türkiye'de yerleşik şirketlere aracılık hizmeti veren çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında inceleme gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen incelemelerde başvuruda sunulan bulgulara benzer nitelikte bazı bulgular elde edilmiştir.
- (229) Başvuru kapsamında, içerisinde (.....) *Bloomberg* ve *WhatsApp* iletişimlerini içeren çok sayıda belge sunulmuştur. İlgili belgelerin incelenmesi neticesinde bunların, başvuru tarafının çalışanlarının, Avrupa'da ihraç edilen özel sektör tahvili işlemlerine ilişkin olarak başta (.....) gibi bankaların bulunduğu rakip banka çalışanları ile birincil piyasalarda gerçekleşen veya gerçekleşecek belli tahvil ihraçlarına ilişkin olarak ücret, fiyat ve zamanlama bilgilerinin paylaşılmış olduğu görülmüştür. Ek olarak birincil piyasalara ilişkin olarak elde edilen bu verilerin ikincil piyasalarda faaliyet gösteren ekiplerle paylaşıldığı görülmüştür.
- (230) Söz konusu bulgular bütüncül olarak değerlendirildiğinde, aracı kurumların söz konusu bilgileri paylaştığı konsorsiyum aşamasında rakip ihraca aracılık eden aracı kurumlar ile rakip konumunda olmadıkları, bu aşamada her iki tahvil ihracında görev alan aracı kurumların nihai amacının piyasa gözlemi neticesinde doğru bir fiyatlandırma ve zamanlama yaparak ilgili tahvillerin yeterli talebi bulabilmesi ve tahvil ihracının başarılı bir şekilde sonuçlanması olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde yarışan arz olarak değerlendirilebilecek ihraç işlemlerinin her ne kadar aynı tarihte yatırımcı kapasitesi bakımından rekabet ettiklerinden bahsedilebilecekse de yatırımların gözünde söz konusu şirketlerin birbirleri için gerçek anlamda birer ikame teşkil etmeyeceği, nitekim söz konusu şirketlerin aynı sektörde faaliyet gösterdiği durumda dahi ilgili şirketlerin büyüklüğü, finansal durumları, yönetim yapısı, geçmiş performansları, gelecek planlamaları gibi birtakım parametrelerin yatırımcının karar aşamasında önem arz ettiği değerlendirilmiştir.

- (231) Bulgular incelendiğinde, aracı kurumlar tarafından yarışan arz olarak değerlendirilebilecek işlemlerin ve geçmiş tarihli işlemlerin NIP ve FV gibi fiyatlama parametrelerinin ve yakın tarihli ihraçların zamanlama bilgilerinin diğer aracı kurumlardan elde edildiği görülmüştür. Bu aşamada, farklı ihraçlarda yetkilendirilen aracı kurumların (konsorsiyum aşamasında) birbirleri ile rakip olmadıkları değerlendirilmektedir. Bu kapsamda ilk olarak söz konusu bilgi değişiminin 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi anlamında rakipler arasında olmadığı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, mevcut dosya kapsamındaki bulgulara paylaşılan bilgilerin *-rakipler arasında olsa dahi-* mezkûr dosya kapsamında herhangi bir uzlaşuya zemin hazırlayacak nitelikte olmadığı ve niteliği itibarıyla da tahvil piyasalarının sağlıklı bir şekilde işleyişi için gerekli olduğu değerlendirilmiştir.
- (232) Diğer taraftan başvuruda sunulan bulgular incelendiğinde de gerek aracı kurumlar tarafından gerekse ihraççı teşebbüsler bakımından Kanun'un 4. maddesi anlamında rakip iki ya da daha fazla teşebbüs tarafından birlikte yatırımcı aleyhine örneğin düşük faiz ya da yüksek vade gibi bir durum yaratılmaya çalışılmadığı görülmüştür. Edinilen bilgilerin fiyatlamada birer gösterge olarak kullanıldığı ve ihraç işlemlerine yeterli talebi toplayabilmek adına fiyatlamamanın ve zamanlamamanın yatırımcı lehine belirlendiği görülmüştür. Diğer taraftan fiyatlamamanın yatırımcı lehine belirlenmesiyle birlikte ihraççı teşebbüsün tahviline yönelik talebin artmasıyla finansman ihtiyacının yeteri kadar karşılanacağı ve sonuç olarak ihraççı teşebbüslerin itibarı ve güvenilirliği bakımından önem arz eden tahvil ihraç sürecinin başarıyla nihayete erdirileceği değerlendirilmiştir. İlâveten başarıyla sonuçlanan bir sürecin aracı kurumların itibarı ve güvenilirliği için de önemli olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla söz konusu eylemin, herhangi bir taraf bakımından dezavantajlı bir durum yaratmadığı değerlendirilmiştir. Nitekim (.....) ve (.....) tarafından (.....) ifade edilmiştir. (.....).
- (233) Yukarıda yer verilen tüm hususlar bütüncül olarak değerlendirildiğinde, bulgulara yer alan iletişimlerin rakipler arasında gerçekleşmediği velev ki ilgili bulgular rakipler arası iletişimleri konu olsa dahi gerek iletişimin doğrudan tarafları gerekse de herhangi bir üçüncü taraf bakımından bir zarar doğmadığı ve söz konusu bilgi değişimlerinin tahvil piyasalarının işleyişine etkinlik kazandırdığı dolayısıyla, 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında ihlal niteliği teşkil etmediği değerlendirilmiştir.

I. SONUÇ

- (234) Düzenlenen rapora ve incelenen dosya kapsamına göre, 4054 sayılı Kanun'un 41. maddesi uyarınca soruşturma açılmamasına, gerekçeli kararın tebliğinden itibaren 60 gün içinde Ankara İdare Mahkemelerinde yargı yolu açık olmak üzere OYBİRLİĞİ ile karar verilmiştir.