



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**EXCHANGE TRADED COMMODITY VE EXCHANGE TRADED  
NOTE'LARIN YURTDIŞI UYGULAMALARI İLE TÜRKiYE'DE İHRAÇ  
EDİLEBİLİRLİĞİ VE BU ARAÇLARIN YATIRIM FONLARI  
PORTFÖYÜNE DÂHİL EDİLMESİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Saffet ÖZTÜRK  
Uzman Yardımcısı**

**Temmuz, 2017  
Ankara**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Exchange Traded Commodity (ETC) ve Exchange Traded Note (ETN) Borsa Yatırım Fonu'nun (ETF) da içerisinde yer aldığı Exchange Traded Product (ETP) sınıfında yer almaktadır. ETP'lerin temel özellikleri, borsada işlem görmeleri, düşük maliyetli olmaları ve yatırımcılara normal koşullar altında maliyet ya da türev araçlara ilişkin teknik detaylar gibi nedenlerle erişilmesi zor olan varlıklara kolaylıkla yatırım yapma imkanı sunmalarıdır.

ETC'ler yatırımcısına faiz gibi sabit bir getiri yerine dayanağı olan bir emtia, emtia sepetinin ya da emtia endeksinin pozitif ya da negatif getirisini sunan, vadesiz, borsada işlem gören yatırım araçlarıdır. ETC'ler fiziksel olarak satın alınıp saklayıcı nezdinde saklanan dayanak varlıkları aracılığıyla teminatlandırılmaktadırlar. Sentetik olarak ise dayanak varlığın getirisinin edinilmesini sağlayan türev araçların satın alınmasıyla ya da dayanak varlığın getirisinin edinilmesini sağlayan türev araç sözleşmelerinin satın alınması yerine yalnızca söz konusu sözleşmelerin getirilerinin takip edilmesi halinde altın, tahvil ve pay senedi gibi likit varlıklar vasıtasıyla teminatlandırılmaktadırlar.

ETN'ler ise faiz getirisi yerine bir dayanak varlığın ya da endeksin pozitif ya da negatif getirisini yatırımcısına sunan, borsada işlem gören ve vadesi olan borçlanma aracı niteliğindeki yatırım araçlarıdır. ETN'ler, ETC'lerden farklı olarak dayanak varlıklar vasıtasıyla fiziksel ya da sentetik olarak teminatlandırılmazlar. ETC'lerin ihraççılarına ilişkin genel bir sınırlama olmadığı halde, ETN'ler temintasız olmaları da göz önünde bulundurularak yatırım yapılabilir seviyede kredi notu olan bankalar ya da finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedirler.

ETC'ler emtialara ve emtia endekslerine, ETN'ler ise emtialar ve emtia endeksleri ile birlikte pek çok varlık ve endekse yatırım yapma imkanı sundukları için, yatırımcılara getiri fırsatları sundukları gibi, portföy çeşitlendirmede ve portföy riskinin dağıtılmasında kullanılabilecek yatırım araçlarıdır. Bu özellikleri göz önünde bulundurulduğunda, ETC ve ETN'lerin Türkiye'de ihraç edilmesi sermaye piyasalarındaki araç çeşitliliğinin artmasına yol açarak, sermaye piyasalarına daha fazla kaynak aktarılmasına katkıda bulunabileceği söylenebilir.

ETC ve ETN'ler üzerinden yıllık olarak tahsil edilebilecek ücretlerin üst sınırı olan toplam gider oranları kapsamında ihraççılar tarafından yönetim ücreti tahsil edilmektedir. Toplam gider oranlarının yüksek belirlenmesinin ETC ve ETN ihraç etmek isteyen kurumlar için teşvik niteliğinde olacağı düşünülmekle birlikte, söz konusu gider oranlarının yatırımcılar açısından makul bir seviyede belirlenmesinin, yatırımcıların bu araçlara talebini artıracak olması nedeniyle, Türkiye'de yapılabilecek ETC ve ETN ihraçlarının başarılı olmasında etkili olacağı söylenebilir.

ETC ve ETN'lerin yatırım fonları portföylerine dâhil edilmesinin uygun olduğu ve dayanak varlıkları ile portföylerine dâhil edildikleri yatırım fonları türleri göz önünde bulundurularak fon türlerine ilişkin kontrol amacıyla fon toplam değeri üzerinden yapılan hesaplamalarda dikkate alınabilecekleri düşünülmektedir.

Kıymetli madenlerin emtia sınıfı içerisine girdiği göz önünde bulundurularak, III-52.1 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde (Tebliğ) yer alan "kıymetli madenler şemsiye fonu" tanımı yerine "emtia şemsiye fonu" tanımının yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Tebliğ'de bu şekilde yapılacak bir değişiklik ile "emtia şemsiye fonu" altında kıymetli madenler fonlarının yanı sıra diğer emtia türlerine ilişkin pek çok fon kurulması mümkün olacaktır.

## İÇİNDEKİLER

<b>YÖNETİCİ ÖZETİ</b> .....	<b>i</b>
<b>KISALTMALAR CETVELİ</b> .....	<b>iv</b>
<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>iv</b>
<b>I.GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>II. EXCHANGE TRADED COMMODITY (ETC)</b> .....	<b>2</b>
2.1. ETC’lerde İhraç ve Geri Alım Süreçleri (Birincil Piyasa İşlemleri).....	2
2.2. ETC’lerin Genel Özellikleri .....	3
2.3. ETC’lerin Avantajları .....	5
2.4. ETC’lerde Dayanak Varlık Türleri.....	6
2.5. ETC Türleri .....	8
2.6. ETC’lerin Temel Riskleri .....	9
2.7. Sentetik Dayanak Varlıklı ETC’lerde İlerleme (Contango) ve Gerileme (Backwardation) Etkisi .....	9
<b>III. EXCHANGE TRADED NOTE (ETN)</b> .....	<b>12</b>
3.1. ETN’lerin Genel Özellikleri .....	12
3.2. ETN’lerin Avantajları.....	14
3.3. ETN’lerde Dayanak Varlık Türleri .....	15
3.4. ETN Türleri .....	15
3.5. ETN’lerin Temel Riskleri.....	16
<b>IV. ETC, ETN ve BORÇLANMA ARAÇLARI KARŞILAŞTIRMASI</b> .....	<b>18</b>
<b>V. ETC VE ETN’LERİN TÜRKİYE’DE İHRAÇ EDİLEBİLİRLİĞİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME</b> .....	<b>20</b>
5.1. ETC’lerin Türkiye’de İhraç Edilebilirliği .....	20
5.2. ETN’lerin Türkiye’de İhraç Edilebilirliği .....	22
<b>VI. ETC VE ETN’LERİN YATIRIM FONLARI PORTFÖYÜNE DÂHİL EDİLEBİLİRLİĞİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME</b> .....	<b>23</b>
<b>VII. SONUÇ</b> .....	<b>24</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>25</b>

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>BIST</b>	: Borsa İstanbul A.Ş.
<b>BaFin</b>	Federal Financial Supervisory Authority
<b>ETF</b>	: Exchange Traded Funds (Borsa Yatırım Fonu)
<b>ECB</b>	: Avrupa Merkez Bankası
<b>ETC</b>	: Exchange Traded Commodity (Borsa Emtia Senedi)
<b>ETN</b>	: Exchange Traded Note (Borsa Senedi)
<b>FINRA</b>	Financial Industry Regulatory Authority
<b>ETP</b>	: Exchange Traded Products (Borsa Ürünleri)
<b>NVD</b>	: Net Varlık Değeri
<b>Rehber</b>	: Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber
<b>SEC</b>	: Securities and Exchange Commission
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>Tebliğ</b>	: III-52.1 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği

## TABLO LİSTESİ

**Tablo 1:** Küresel ETP Varlıkları

**Tablo 2:** ETC’lerde Dayanak Varlık Türleri

**Tablo 3:** Xetra’da İşlem Gören ETC’lere İlişkin İstatistik Bilgiler

**Tablo 4:** İlerleme (Contango) ve Gerileme (Backwardation)

**Tablo 5:** Sentetik Dayanak Varlıklı ETC’lerde Toplam Getiri-6

**Tablo 6:** Xetra’da İşlem Gören ETN’lere İlişkin İstatistik Bilgiler

**Tablo 7:** ETC, ETN ve Borçlanma Araçları Karşılaştırması

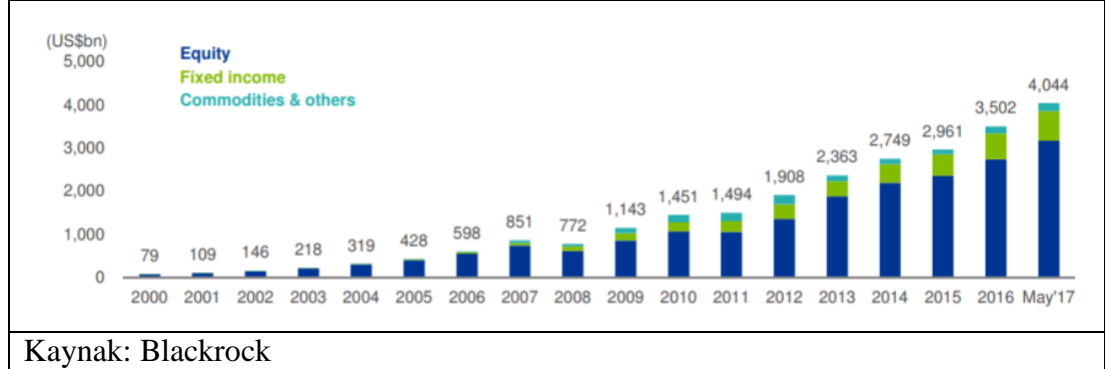
**Tablo 8:** BIST’te İşlem Gören Futures Sözleşmeleri

## I.GİRİŞ

ETP'ler gün içerisinde borsada alınıp satılabilen, yatırımcısına dayanağı olan bir endeks ya da varlık ile aynı getiriye sağlayan finansal ürünlerdir. Düşük maliyetli olmaları, pay gibi gün içerisinde alınıp satılabilmeleri, bir endeksin ya da varlığın değerini takip etmeleri ve özellikle bireysel yatırımcılar için ulaşılması zor varlıklara kolay ulaşım imkânı sunmaları ETP'lerin temel özellikleridir (ETF Securities. 2016:9). ETP'lerin bu özellikleri sayesinde yatırımcılar birçok varlığa düşük maliyetle ve türev araçların teknik detayları ile uğraşmak zorunda kalmadan erişme imkânına kavuşmuştur.

ETP sınıfı; başta ETF'ler olmak üzere, ETC ve ETN'lerin de olduğu üç yatırım aracı grubunu kapsamaktadır. Genel olarak, ETF'lerin pay endekslerine, emtia endekslerine erişim imkânı sunan payları borsada işlem gören yatırım fonu, ETC'lerin emtialara, emtia sepetlerine ve yabancı para birimlerine yatırım yapma imkânı sunan borsada işlem gören yatırım aracı, ETN'lerin ise genel bir sınırlama olmadan bir dayanak varlığa ya da endekse yatırım yapma imkânı sunan borsada işlem gören borçlanma aracı niteliğinde olduğu söylenebilir.

**Tablo 1- Küresel ETP Varlıkları**



1993 yılında gerçekleştirilen ilk ETF ihracından bu yana ETP piyasası büyük gelişme göstermiş olup, 2017 yılı Mayıs ayı itibariyle, büyük kısmı ETF'ler altında yönetilen varlıklar olmak üzere, ETP'ler aracılığıyla yönetilen küresel varlık tutarı yaklaşık 4 Trilyon Amerikan Doları'na (Blackrock. 2017:5) ulaşmıştır. ETP piyasasının büyüme trendi içerisinde olduğu (Bkz. Tablo 1) göz önünde bulundurulursa, ETP sınıfı içinde yer alan ETC ve ETN'lerin piyasasının da büyümeye devam edeceği söylenebilir.

İşbu çalışma kapsamında ETP sınıfı içerisinde yer alan ETC ve ETN'lere ilişkin yurtdışı uygulamaları incelenerek, ETC ve ETN'lerin genel özellikleri, yatırımcılar için avantajları ve içerdikleri riskler ortaya konmaya çalışılacaktır. Ardından yapılan inceleme kapsamında, bu yatırım araçlarının Türkiye'de ihraç edilebilirliği ve Türkiye'de kurulmuş olan yatırım fonları portföylerine dâhil edilebilirliği üzerinde değerlendirmelerde bulunularak çalışma sonlandırılacaktır.

## II. EXCHANGE TRADED COMMODITY (ETC)

ETC'ye ilişkin olarak farklı tanımlar yapılmakla birlikte, ETC piyasalarının önde gelen bazı kuruluşları tarafından yapılan tanımlar aşağıda yer almaktadır:

- “ETC, yatırımcılarına emtiaların ya da emtia endekslerinin getirisini sağlamak üzere tasarlanmış düşük maliyetli ve borsada işlem gören menkul kıymetlerdir.” (Deutsche Bank),
- “ETC, dayanak varlığı olan emtia endeksinin ya da tek bir emtianın performansını izleyen yatırım araçlarıdır (varlık teminatlı senet).” (London Stock Exchange),
- “ETC, getirisi emtiaların performansına bağlı olan, borsada işlem gören, vade sınırı olmayan ve yatırımcılara doğrudan satın almak durumunda kalmadan emtialara yatırım yapma imkanı sunan senettir.” (BaFin),
- “ETC, yatırımcısına faiz getirisi yerine tek bir emtianın ya da birden fazla emtiadan oluşan bir sepetin getirisini sağlayan borçlanma aracıdır.” (ETF Securities).

Bu tanımlardan yola çıkarak, genel olarak ETC<sup>1</sup>, yatırımcısına dayanağı olan emtialara ya da emtia endekslerine yatırım yapma imkânı sunan, borsada işlem gören menkul kıymetler olarak tanımlanabilir<sup>2</sup>.

### 2.1. ETC'lerde İhraç ve Geri Alım Süreçleri (Birincil Piyasa İşlemleri)

ETC'ler ihraç edilirken aşağıdaki adımlar izlenir (London Stock Exchange. 2014:4):

1) a) Yetkilendirilmiş katılımcı<sup>3</sup> (genellikle piyasa yapıcısı) emtia takip sağlayıcısına<sup>4</sup> (commodity exposure provider) ödemeyi yapar. (Ödenen tutar ihraççı tarafından belirlenen ETC oluşturma fiyatına dayanır.)

---

<sup>1</sup> İlk ETC 2003 yılında Avusturya borsasında işlem görmeye başlamıştır. Bu ETC'nin dayanak varlığı külçe altındır (Borsa Italiana. 2009:2)

<sup>2</sup> Bazı kaynaklarda (Bkz. ETPedia, Understanding Exchange-Traded Commodities & Notes ) ETC borçlanma araçları olarak tanımlanmakla birlikte, aşağıda ayrıntılarına yer verileceği üzere ETC'lerin vadesinin olmaması, yatırımcının talebi üzerine oluşturulup geri alınabilmeleri ve temel işlevinin yatırımcıların emtialara ya da emtia endekslerine yatırım yapmasını sağlamak olması nedeniyle borçlanma aracı niteliği taşımamaktadır. Bu nedenle çalışma, ETC'lerin borçlanma aracı olmadığı göz önüne alınarak şekillendirilmiştir.

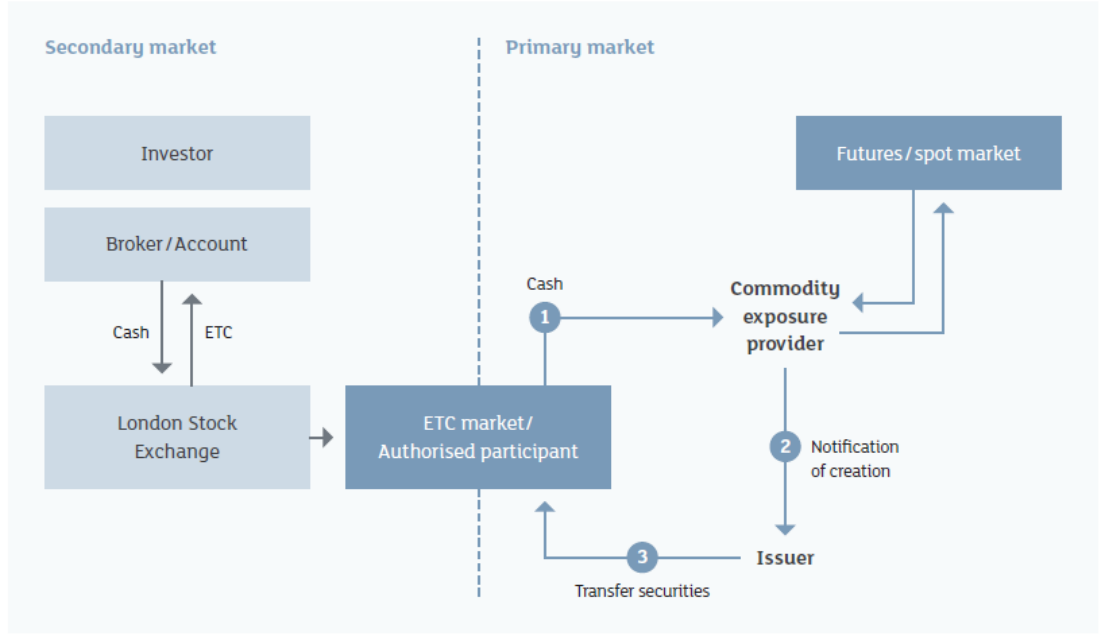
<sup>3</sup> Kurucu ya da ihraççıyla imzaladığı sözleşme kapsamında ETP oluşturma ve geri alım işlemlerinin gerçekleştirilmesine aracılık eden piyasa yapıcısı gibi büyük finansal kurumlardır. (Investopedia; Bush, Mariana F. ve Başk. 2016:2)

<sup>4</sup> Emtia takip sağlayıcısı (commodity exposure provider), ETC oluşturulma (creation) aşamasında yetkilendirilmiş katılımcıdan aldığı nakit ile ETC'nin dayanağı olan varlık ya varlıklara ilişkin piyasalarda yatırım yaparak ETC'nin dayanağını oluşturmakla, ETC'nin geri satım (redemption) aşamasında da ETC'nin dayanağını oluşturmak amacıyla yaptığı yatırımı sonlandırarak elde ettiği nakdi yetkilendirmiş katılımcıya geri vermekle görevli kurumdur (London Stock Exchange. 2014:4).

b) Emtia takip sağlayıcısı kendisine ödenen para ile ihraç edilecek olan ETC'nin dayanak varlığı olan emtiaya ilgili emtia piyasasında yatırım yapar.

2) Emtia takip sağlayıcısı kendisine ödemenin yapıldığına ve yapılan ödeme tutarının doğru olduğuna ilişkin ihraççıya bildirimde bulunur.

3) ETC'ler oluşturulur ve yetkilendirilmiş katılımcının hesabına transfer edilir. Böylece ETC'ler ikincil piyasada işlem görmeye hazır hale gelir.



**Kaynak:** London Stock Exchange

ETC'ler geri alınırken oluşturma sürecinin tersi gerçekleşir (London Stock Exchange. 2014:4):

1. Yetkilendirilmiş katılımcı ETC'yi ihraççıya geri gönderir.

2. İhraççı ETC'yi iptal eder ve emtia takip sağlayıcısına yetkilendirilmiş katılımcıya nakit olarak yapılan ödemenin tutarının doğru olduğu konusunda bildirimde bulunur.

## 2.2. ETC'lerin Genel Özellikleri

- **Dayanak Varlık Bulunmaktadır:** ETC'ler yatırımcılarına bir emtiaya ya da birden fazla emtiadan oluşan bir emtia sepetine ya da endeksine yatırım yapma dolayısıyla da bu varlıkların negatif ya da pozitif getirisini sunma amacıyla tasarlanmıştır. Bu nedenle her ETC'nin dayanak varlığı bulunmaktadır.

ETC'lerde dayanak varlıklar fiziksel ve sentetik olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Altın, gümüş gibi değerli metallerle yatırım yapma imkanı sağlayan ETC'lerde dayanak varlık olarak bu değerli metaller kullanılmakta ve aynı zamanda



söz konusu değerli metaller saklayıcı nezdinde ETC'nin teminatı olarak saklanmaktadır. Fiziksel olarak saklanması zor olan ya da mümkün olmayan emtialara yatırım yapmak amacıyla tasarlanan ETC'lerde ise dayanak varlığın getirisini elde etmek amacıyla türev araçlar (genellikle futures ve swap sözleşmeleri) kullanılır. Türev araçlar vasıtasıyla yatırımcılara fiziksel olarak saklanması kolay ya da mümkün olmayan emtiaların negatif ya da pozitif getirisi sunulur.

- **Dayanak Varlığın Fiziki Teslimatı Yapılabilir:** Fiziksel dayanak varlıklı ETC'lerde, geri satım durumunda dayanak varlık cinsinden ödeme yapılması mümkündür ([www.xetra-gold.com](http://www.xetra-gold.com)). Özellikle altın gibi değerli metallerin dayanak varlık olduğu ETC'lerde yatırımcının geri satım talebi nakdin yanı sıra dayanak varlık cinsinden de karşılanabilmektedir. Dayanak varlığın fiziki teslimatı için ihraççı tarafından teslimat yerine göre değişen bir teslimat ücreti tahsil edilmektedir.

- **Açık Uçlu Olarak Tasarlanmışlardır:** ETC'ler açık uçlu yatırım araçlarıdır. Birincil piyasada herhangi bir oluşturma sınırı olmadan yetkilendirilmiş katılımcının talebi doğrultusunda ETC oluşturulmakta (creation), yine yetkilendirilmiş katılımcının talebi doğrultusunda mevcut ETC'ler geri satılmaktadır (redemption) (<http://www.xetra.com/xetra-en/instruments/etc-exchange-traded-commodities>).

Birincil piyasada oluşturulan ETC'ler yetkilendirilmiş katılımcı tarafından borsada (ikincil piyasa) satılmaktadır. Borsada oluşan arz ve talep doğrultusunda, yetkilendirilmiş katılımcı birincil piyasada yeni ETC'ler oluşturup borsada satabilmekte ya da mevcut ETC'leri borsadan alıp birincil piyasada geri satabilmektedir (Bkz. Sayfa 5. "ETC'lerin Net Varlık Değeri ile Borsada Oluşan Fiyatları Arasındaki Fark Arbitraj Mekanizması İle Giderilir").

- **Teminatlı Yatırım Araçlarıdır:** ETC'lerin en önemli özelliklerinden birisi teminatlı yatırım araçları olmalarıdır. ETC'ler sıradan bir senet ya da borçlanma aracı gibi karşı tarafın ya da ihraççının ödeme taahhüdünden farklı olarak, doğrudan doğruya kendisi ile bağlantılı teminatı olan yatırım araçlarıdır. Teminat varlık olarak dayanak varlık oluşturulması amacıyla satın alınan altın gümüş gibi saklaması kolaylıkla yapılabilen değerli metaller ya da dayanak varlığın getirisini elde etmek amacıyla satın alınan türev araç sözleşmeleri kullanılmaktadır.

Sentetik dayanak varlıklı ETC'lerde dayanak varlık olarak türev araç sözleşmesi satın alınmayıp, bunun yerine yalnızca dayanak varlığın konusu olduğu türev araç sözleşmelerinin, örneğin futures sözleşmelerinin, getirileri izlenebilmektedir. ETC'nin net varlık değeri (NVD), satın alınmayıp yalnızca getirileri takip edilen türev araç sözleşmeleri üzerinden belirlenmektedir. Bu tür ETC'lerde dayanak varlığın konusu olduğu türev araç sözleşmeleri satın alınmak suretiyle teminatlandırma yapılmış için, ETC'ler altın, tahvil ve pay senedi gibi likit varlıklar (Deutsche Bank. 2011:5) ile teminatlandırılmaktadırlar.

- **Vadeleri Bulunmaz:** ETC'ler borçlanma işlevi yerine, daha çok bir emtiaya, emtia sepetine ya da emtia endeksine yatırım yapma imkanı sağlayan finansal araçları oldukları için vadesiz finansal araçlardır (Borsa Italiana.2009:5). Yatırımcı aldığı ETC'nin dayanak varlığı olan emtiaya, emtia sepeti ya da emtia endeksine yatırım yapmak istediği sürece ETC'yi elinde tutabilmektedir.

- **Borsada İşlem Görmektedirler:** ETC'ler de tıpkı paylar gibi borsada işlem görmektedir. Yatırımcılar gün içerisinde borsada oluşan alış-satış fiyatları üzerinden ETC işlemleri yapabilirler.

- **Günlük Fiyat Açıklanır:** ETC ihraççıları tarafından ETC'nin dayanak varlığı esas alınarak günlük olarak ETC'nin NVD'si hesaplanarak yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla açıklanır (BNP Paribas. s:6).

- **ETC'lerin Net Varlık Değeri ile Borsada Oluşan Fiyatları Arasındaki Fark Arbitraj Mekanizması İle Giderilir:** ETC'lerin borsada oluşan fiyatları ile ihraççılar tarafından ETC'lerin dayanak varlıkları göz önünde bulundurularak hesaplanan NVD'leri arasında farklılık oluşabilmektedir (Investopedia). Oluşan bu fark yetkilendirilmiş katılımcılar için arbitraj fırsatı yaratmaktadır. Yetkilendirilmiş katılımcılar ETC'lerin borsa fiyatının net varlık değerinden düşük olduğu durumlarda, borsadan satın aldıkları ETC'leri birincil piyasada ihraççıya geri satarak; ETC'nin borsa fiyatının net varlık değerinden yüksek olduğu durumlarda da birincil piyasadan edindiği ETC'yi borsa da satarak, söz konusu fiyat farklılıklarından ([www.etfsecurities.com](http://www.etfsecurities.com)) kazanç elde etmektedir. Yetkilendirilmiş katılımcıların bu şekilde arbitraj geliri elde etmek amacıyla işlemler yapmaları ikincil piyasalarda ETC arz ve talebini dengelemek suretiyle, ETC'lerin borsa fiyatları ile NVD'leri arasındaki farkın ortadan kalkmasına yol açmaktadır.

- **Toplam Gider Oranı Bulunur:** Her ETC'de yatırım fonlarında olduğu gibi yönetim ücreti ile saklama ve yönetime ilişkin diğer giderlerden oluşan ve yatırımcılardan tahsil edilebilecek ücretin üst sınırı olan toplam gider oranı bulunur (<https://www.ishares.com/uk/individual/en/products/258441/ishares-physical-gold-etc-fund> ). Toplam gider oranına ETC'lerin izahnamelerinde yer verilir.

### 2.3. ETC'lerin Avantajları

- **Emtialara Kolaylıkla Yatırım Yapmaya İmkan Sağlarlar:** ETC'lerden önce herhangi bir emtiaya yatırım yapmak isteyen yatırımcılar sınırlı sayıda yatırımcının erişebildiği uzmanlık gerektiren türev araç piyasalarında alınıp satılabilen futures kontratları aracılığı ile emtialara yatırım yapabiliyorlardı. Bu piyasalarda alım satım komisyonları pay ya da borçlanma araçlarınıninkilere nazaran daha yüksekti (BNP Paribas. s:4). Gerek türev araç piyasalarına ilişkin teknik detayların fazla olması gerekse bu piyasalarda yapılan işlemlerden alınan komisyonlar, bireysel yatırımcıların emtialara yatırım yapmasını zorlaştırıyordu. ETC'ler aracılığı ile bireysel/profesyonel yatırımcılar emtialara kolaylıkla yatırım yapabilmektedirler. ETC'lerin borsada işlem

görmesi de yatırımcılar açısından ETC'lerin dolayısı ile emtiaların ulaşılabilirliğini artırmaktadır.

- **Düşük Maliyetli Yatırım Araçlarıdır:** ETC'ler de diğer ETP'ler gibi pasif yatırım araçları olduğu için, yatırımcı adına karar vermek ile görevli bir portföy yöneticisi bulunmaz. Bu nedenle diğer pasif yatırım araçları gibi ETC'ler de düşük maliyetli bir yatırım aracıdır. İhraççı tarafından ETC yatırımcılarından yıllık %0,29 - %0,45 bandında yönetim ücreti temin edilmektedir. Kur riskine karşı korumalı olan ETC'ler için ayrıca %0,30 -%0,40 bandında yıllık kur riski koruma ücreti temin edilmektedir(Deutsche Bank. 2011:8). Ayrıca, herhangi bir giriş çıkış komisyonu ya da performans ücreti de bulunmamaktadır.

- **Likiditesi Yüksektir:** ETF'ler gibi ETC'ler de borsada işlem gördükleri için gün içerisinde alınıp satılabilirler. Bu nedenle ETC'ler kolaylıkla nakde çevrilebilmektedir.

- **Dayanak Varlığın Takip Hatası Düşüktür:** ETC ihraççısı ihraç ettiği ETC'ye dayanak oluşturan emtiaya eş zamanlı olarak yatırım yapar (Sentetik ETC'lerde bu mekanizma genellikle futures kontratları aracılığı ile sağlanır.) (BNP Paribas. s:6). Bu nedenle ETC'nin fiyatı dayanak varlığının fiyatı ile aynı yön ve aynı oranda değişiklik gösterir.

- **Portföy Çeşitlendirme İmkani Sağlarlar:** Emtiaların performansı ile pay ve borçlanma araçlarının performansı arasında düşük korelasyon olduğu için, emtialar portföy çeşitlendirmesi aracı olarak kullanılırlar. ETC'ler daha fazla sayıda emtiaya daha kolay bir şekilde yatırım yapma imkanı sağlaması yatırımcıların portföylerini emtialarla çeşitlendirmesini kolaylaştırmaktadır. Böylece ETC'ler aracılığı ile çeşitli emtialara yatırım yaparak portföylerinin risklerini dağıtabilirler (London Stock Exchange.2014:3).

#### 2.4. ETC'lerde Dayanak Varlık Türleri

Fiziksel Teminatlı ETC'lerin dayanak varlıkları altın, gümüş ve platinyum gibi yaygın değerli metaller olmakla birlikte, sentetik olarak teminatlandırılmış ETC'lerde dayanak varlık olarak birçok emtia kullanılabilir. Aşağıdaki tabloda ETC'lerde dayanak olarak kullanılan varlıklara yer verilmektedir:

Tablo 2 - ETC'lerde Dayanak Varlık Türleri					
Değerli Metaller	Enerji	Tarım	Endüstriyel Metaller	Çiftlik Hayvanları	Yabancı Para Birimleri
Altın, Gümüş, Platin, Palladyum.	Brent Petrol, Karbon, Doğal Gaz,	Tahıllar, Kakao, Kahve, Mısır, Soya,	Alüminyum, Bakır, Kurşun, Nikel, Kalay,	Sığır, Domuz.	Pound, Euro, ABD Doları,

	Rafineri Ürünleri.	Şeker, Buğday.	Çinko.		İsviçre Frankı, Japon Yeni, Renminbi Rupee
--	--------------------	----------------	--------	--	--

**Kaynak:** ETF Securities.

ETC piyasasının önde gelen elektronik işlem platformlarından biri olan Xetra'dan edinilen istatistiki bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Söz konusu istatistiki bilgiler dayanak varlık türüne göre hangi ETC'lerin yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiğinin anlaşılması için önemli olacaktır.

<b>Tablo 3 – Xetra’da İşlem Gören ETC’lere İlişkin İstatistiki Bilgiler</b>		
	<b>Piyasa Payı (%)</b>	<b>Yönetilen Varlık Tutarı (Milyon Euro)</b>
Xetra-Gold	58,59	6.174,19
db Physical Gold Euro Hedged ETC	7,60	1.083,24
Source Physical Gold ETC (P-ETC)	4,97	3.642,56
ETFS Physical Gold	2,39	5.465,55
db Physical Gold ETC (EUR)	2,37	508,70
ETFS Physical Swiss Gold	2,27	473,11
ETFS Brent 1mth	2,15	320,71
ETFS Physical Silver	1,34	832,75
Coba ETC 4x Brent Oil Daily Long	1,31	18,48
ETFS WTI Crude Oil	1,21	772,75
ETFS Brent Crude	1,11	99,17
Diğer ETC’ler <sup>5</sup> (202 Adet)	14,69	7.730,11
<b>Toplam</b>	<b>100,00%</b>	<b>27.121,32</b>

Kanak: [www.xetra.com](http://www.xetra.com)

Nisan 2107 itibariyle çeşitli ihraççılar tarafından ihraç edilen toplam 213 ETC Xetra üzerinde işlem görmektedir. Xetra’da işlem gören ETC’lerin dayanak varlıkları çeşitli emtialardan oluşmakla birlikte, yönetilen varlık tutarı bakımından en büyük ETC’ler dayanak varlığı altın olanlardır. Dayanak varlığı altın olan ETC’ler Xetra piyasasının yaklaşık %75’ini oluşturmaktadır. Bu ETC’leri dayanak varlığı ham petrol olan ETC’ler izlemektedir.

Her ne kadar ETC’ler yatırımcıların çeşitli emtialara yatırım yapmasına imkan verecek şekilde tasarlanmış olsa da, fiziksel olarak saklaması kolaylıkla yapılabilen altın gibi değerli metallere dayalı ETC’ler ihraççılar ve yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edilmektedir. Dayanak varlığı kolaylıkla saklanamayan emtialara yatırım imkânı veren ETC’lerin gerek ihraççılar gerek yatırımcılar tarafından daha az tercih edilmesinin nedenin, bu tür ETC’lerde dayanak varlığın getirisini edinmek amacıyla türev araçların kullanılması olduğu değerlendirilebilir. Bu tür ETC’lerde kullanılan

<sup>5</sup> Tabloda yer verilen 11 ETC dışında kalan toplam 202 adet ETC’nin Xetra ETC piyasasındaki payı %1’den küçüktür.

futures kontratlarının vadesi dolmadan yenileri ile değiştirilmesi zorunluluğun olması ihraççılara ekstra yük getirmekte, yatırımcıları da bu kontratların yenilenmesi nedeniyle zarar riski ile karşı karşıya bırakmaktadır<sup>6</sup>.

## 2.5. ETC Türleri

ETC'ler genellikle dayanak varlığın değerinde meydana gelen değişikliklerden aynı yön ve oranda etkilenecek şekilde tasarlanmış olmakla birlikte, dayanak varlığın getirisinden aynı yönde ve oranda etkilenmeyen ETC türleri de bulunmaktadır. Çeşitli ETC türlerine ilişkin açıklamalar aşağıda yer almaktadır:

- **Ters ETC (Short-Inverse ETC):** Yatırımcısına dayanak emtiaların ya da emtia endeksinin performansını tersini elde etme imkanı veren ETC türüdür. Dayanak emtiaların değeri düşerse/artarsa ya da emtia endeksi düşerse/yükselirse ETC'nin değeri artar/azalır (<https://www.barclaysstockbrokers.co.uk/get-started/how-to-invest/Pages/Glossary-i.aspx#inverseetc>). Ters ETC'ler genellikle "daily reset" (Bkz. Daily Reset ETC) özellikli (<http://invest.bullionrock.com/buy-exchange-traded/etc-risk-warning.aspx>) olarak ihraç edilmektedirler.

- **Kaldıraçlı ETC (Leveraged ETC):** Çeşitli türev araçlar kullanılarak yatırımcısına dayanak emtiaların ya da emtia endeksinin getirisinin katlarını elde etme imkanı veren ETC türüdür (<https://www.barclaysstockbrokers.co.uk/get-started/how-to-invest/Pages/Glossary-1.aspx#leveragedetc>). Bu ETC'lerde genellikle 2 ila 5 aralığında değişen kaldıraçlar kullanılmaktadır ([www.deutsche-boerse-cash-market.com](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com)). Kaldıraçlı ETC'ler Ters ETC olarak da düzenlenebilmektedirler

- **Döviz ETC (Currency ETC):** Yatırımcısına yabancı para birimlerine erişme imkanı sunan ETC türüdür. Döviz ETC'ler dayanak varlık olarak forward sözleşmelerinin getirisinin elde edilmesine imkân veren forward endekslerini takip ederler (London Stock Exchange, 2014:3).

- **Daily Reset ETC:** Dayanak varlığın getirisini takibi işlemi her işlem gününde yeniden başlatılan ETC türüdür ([www.barclaysstockbrokers.co.uk](http://www.barclaysstockbrokers.co.uk)). Bu tür ETC'lerde yatırımcıların başlangıçta ETC'yi satın alırken ödedikleri fiyat ile ETC'nin belirli bir süre sonraki değeri arasında büyük sapmalar olabilir. Bu nedenle oldukça riskli bir ETC türüdür.

- **Kur Korumalı ETC (Currency Hedged ETC):** Uluslararası piyasalarda emtialar çoğunlukla Amerikan Doları ile işlem gördüğü için, Amerikan Doları dışındaki para birimlerinde ihraç edilen ETC'lerde yatırımcıları döviz kurundaki değişimlerin olumsuz etkilerinden minimum düzeyde etkilenmelerini sağlamak amacıyla (Deutsche Bank, 2011:10) kur riskine karşı korumalı olarak ihraç edilen ETC türüdür.

---

<sup>6</sup> Dayanak varlığın getirisinin türev araçlar aracılığı ile edinildiği ETC'lere ve bu ETC'lerde türev araç sözleşmelerinin yenilenmesinden kaynaklı olarak ortaya çıkabilecek getiri kaybına ilişkin ayrıntılı bilgiler "Sentetik Dayanak Varlıklı ETC'lerde İlerleme (Contango) ve Gerileme (Backwardation) Etkisi" başlığında yer almaktadır.

## 2.6. ETC'lerin Temel Riskleri

**Piyasa Riski:** ETC'lerin değeri dayanak varlıkları olan emtiaların değeriyle ya da emtia endeksleriyle doğrudan bağlantılıdır. Bu nedenle dayanak emtiaların değerinde ya da dayanak emtia endekslerinde düşüş yaşanması halinde ETC yatırımcıları zarar ile karşı karşıya kalacaktır. Bu durumda yatırımcılar elinde bulundurdukları ETC'leri satarken, ETC'leri satın alırken ödedikleri tutardan daha düşük bir tutar elde edebilirler.

**Kur Riski:** Emtialar genellikle Amerikan Doları ile işlem gördükleri için, Amerikan Doları'ndan başka para birimleri ile ihraç edilen ETC'lerde yatırımcılar kur riski ile karşı karşıya kalabilmektedir.

**Likidite Riski:** Emtia fiyatları genellikle diğer varlık sınıflarına göre daha fazla dalgalanma eğilimindedir ([www.deutscheam.com](http://www.deutscheam.com)). Volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde yatırımcılar zarar etme çekincesiyle emtialara ve dolayısıyla ETC gibi emtialara dayalı yatırım araçlarına yatırım yapmaktan kaçınırlar. Bu gibi durumlarda yatırımcılar (her ne kadar ETC'lerin borsada işlem görmesi bu araçlara likidite kazandırsa da) borsa da ETC alım satım işlemi yapmakta istekli olmayacakları için, elinde ETC bulunduran yatırımcılar bu araçları nakde çevirmekte zorlanabilirler.

**Karşı Taraf Riski:** Özellikle sentetik dayanak varlıklı ETC'lerde yatırımcıların maruz kalabileceği risktir. Sentetik dayanak varlıklı ETC'lerde, iki ya da üç farklı taraf arasında varlık değişimi anlaşmaları olan swap anlaşmaları, ETC'ye dayanak varlığın getirisini sağlamak amacıyla kullanılır. Swap anlaşmalarının kullanıldığı bu durumlarda, anlaşmanın taraflarından birinin yükümlüğünü yerine getirmemesi, ETC'lerin dayanak varlığın getirisinin elde etmesinde zorluklar ortaya çıkabilir ([www.redmayne.co.uk](http://www.redmayne.co.uk)).

**Türev Araç Riski<sup>7</sup>:** Sentetik dayanak varlıklı (dayanak varlık olan emtiaları ya da endeksi futures kontratları aracılığı takip eden) ETC'lerde, futures kontratlarının yenilenmesinden (rolling) kaynaklı olarak ortaya çıkan negatif yenileme/aktarma getirileri (negatif roll return) ETC getirilerinin düşmesine ([www.deutscheam.com](http://www.deutscheam.com)) neden olabilmektedir. Bu durumda, dayanak emtianın değerinde ya da emtia endeksinde yükseliş olması halinde ETC'nin getirisi yaşanan yükselişten daha az olacaktır.

## 2.7. Sentetik Dayanak Varlıklı ETC'lerde İlerleme (Contango) ve Gerileme (Backwardation) Etkisi

Sentetik dayanak varlıklı ETC'ler fiziksel olarak kolaylıkla saklanamayan emtialara yatırım yapılmasına imkân vermek amacını taşımaktadırlar. Bu türden emtiaların getirisini ETC'lerin edinmesini sağlamak için ise, ihraççı tarafından futures kontratlarına yatırım yapılması gerekmektedir. Futures kontratları ise vadeli sözleşmeler oldukları için, ETC'nin dayanak varlık ile olan bağlantısının

---

<sup>7</sup> Türev araç riski ile ilgili ayrıntılı bilgiler "Sentetik Dayanak Varlıklı ETC'lerde İlerleme (Contango) ve Gerileme (Backwardation) Etkisi" başlığı altında yer almaktadır.

koparılmaması amacıyla, vadesi dolmak üzere olan futures kontratlarının daha uzun vadeli futures kontratları ile değiştirilmesi (roll over) gerekmektedir. Ancak vadesi dolmak üzere olan futures kontratları ile bunların yerine satın alınacak daha uzun vadeli futures kontratları arasında fiyat farklılıklarının olması ETC'lere negatif ya da pozitif getiri (roll return) (Deutsche Bank. 2011:9) olarak yansımaktadır.

Vadesi dolmak üzere olan futures kontratlarının satılarak, yerine daha uzun vadeli futures kontratlarının alınması işlemi yenileme/aktarma (rolling) (ETF Securities. 2016:51) olarak adlandırılmaktadır. Daha uzun vadeli futures kontratlarının fiyatının vadesi dolmak üzere olan futures kontratlarının fiyatından yüksek olduğu durumlarda ilerleme (contango) adı verilen durum (Investopedia) oluşmaktadır. Bu durumda, örneğin başlangıçta 100 ton kakaonun getirisini elde etmek amacıyla yatırım yapılan ve vadesinin dolmak üzere olan kontratların satışı ile elde edilen tutar ile 99 ton kakaonun getirisini sağlayacak daha uzun vadeli futures kontratlarına yatırım yapılabilecektir. Bu durum, ETC'nin kakao fiyatlarının yükselişten elde edeceği getiriyi, getirisi edinilecek kakao miktarının daha az olması nedeniyle düşürecektir. Kakao fiyatlarında düşüş yaşanması halinde ise ETC'nin değerindeki kaybı artıracaktır.

Daha uzun vadeli futures kontratlarının fiyatının vadesi dolmak üzere olan futures kontratlarının fiyatından düşük olduğu durumlarda gerileme (backwardation) adı verilen durum (Investopedia) oluşmaktadır. Bu durumda, örneğin başlangıçta 100 ton kakaonun getirisini elde etmek amacıyla yatırım yapılan ve vadesi dolmak üzere olan kontratların satışı ile elde edilen tutar ile artık 101 ton kakaonun getirisini sağlayacak daha uzun vadeli futures kontratlarına yatırım yapılabilecektir. Bu durum, ETC'nin kakao fiyatlarının yükselişten elde edeceği getiriyi, getirisi edinilecek kakao miktarının daha çok olması nedeniyle daha da artıracaktır. Kakao fiyatlarında düşüş yaşanması halinde ise, bu düşüşün ETC'ye olan negatif etkisini azaltacaktır.

<b>Tablo 4 - İlerleme (Contango) ve Gerileme (Backwardation)</b>				
Vadesi Dolmak Üzere Olan Futures Kontratı Fiyatı	<	Daha Uzun Vadeli Futures Kontratı Fiyatı	=>	İlerleme (Contango)
Vadesi Dolmak Üzere Olan Futures Kontratı Fiyatı	>	Daha Uzun Vadeli Futures Kontratı Fiyatı	=>	Gerileme (Backwardation)

Kaynak: ETF Securities

Yukarıda belirtilen nedenlerle, dayanak varlığın getirisini futures kontratları aracılığı ile edinen ETC'lerin gerçek/toplam getirisi, dayanak varlığın getirisine futures kontratlarının yenilenmesi nedeniyle ortaya çıkan yenileme/aktarma getirisinin eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

<b>Tablo 5 - Sentetik Dayanak Varlıklı ETC'lerde Toplam Getiri</b>						
Tolam Getiri	=	Dayanak Emtia/Endeks Getirisi	+	Futures Kontratı Aktarım/Değişim Getirisi (Roll Return): - İlerleme (Contango) < 0 - Gerileme (Backwardation) > 0	+	Teminat Getirisi (Satın Alınan Futures Kontratlarının Teminatın Getirisi)

Kaynak: ETF Securities



### III. EXCHANGE TRADED NOTE (ETN)

ETF ve ETC gibi ETP'lerden biri olan ETN'lere ilişkin çeşitli kurum ya da kuruluşlarca yapılan bazı tanımlamalar aşağıda yer almaktadır.

*“ETN, genellikle bir banka tarafından ihraç edilen yatırımcısına faiz getirisi yerine bir endeksin ya da varlığın getirisini sunan ve borsada işlem gören borçlanma araçlarıdır.”* (ETF Securities. 2016:13)

*“ETN, bir piyasa endeksinin ya da başka bir dayanağın getirisini taahhüt eden ve borsada işlem gören borçlanma aracı olarak tanımlanmaktadır.”*(FINRA).

*“ETN, finansal kurumların borsada işlem gören, yatırımcısına faiz geliri yerine bir dayanak varlığın getirisini sunan teminatsız borçlanma araçlarıdır.”* (SEC)

*“ETN, borsada alınıp satılabilen, yatırımcısına ücretler düşüldükten sonra bir dayanak endeksin getirisini sunan borçlanma araçlarıdır.”* ([www.ipathetn.com](http://www.ipathetn.com))

Bu tanımlardan yola çıkarak genel bir tanımlama yapmak gerekirse, ETN<sup>8</sup>, yatırımcısına faiz yerine bir dayanak varlığın ya da endeksin getirisi sunan, genellikle büyük finansal kurumlar ile bankalar tarafından ihraç edilen ve borsada işlem gören teminatsız borçlanma araçları olarak tanımlanabilir.

#### 3.1. ETN'lerin Genel Özellikleri

- **Dayanak Varlık Bulunmaktadır:** ETN'ler borçlanma aracı niteliğinde olmalarına rağmen yatırımcısına faiz getirisi sunmaz. Bunun yerine dayanak olarak alınan bir varlığın ya da endeksin getirisini (Martucci.2016:1) sunarlar. Dayanak olarak alınabilecek varlıklar ETC'lerin aksine yalnızca emtialarla sınırlı değildir. ETN'lerin oldukça geniş bir dayanak varlık portföyü vardır.

- **İhraççı Türü Sınırlıdır:** ETN'ler genellikle yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip büyük finansal kuruluşlar ya da bankalar tarafından ihraç edilirler.

- **Açık Uçlu Yatırım Aracıdır:** ETN'ler açık uçlu yatırım araçlarıdır ([www.nyse.com](http://www.nyse.com)). Yetkilendirilmiş katılımcı tarafından herhangi bir oluşturma sınırı olmaksızın birincil piyasalarda ETN oluşturulup, yine birincil piyasalarda ihraççılara geri satılabilmektedir. ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

- **Asgari İşlem Birimi Bulunmaktadır:** ETN'lerde ETF'lerde olduğu gibi asgari işlem birimi mevcuttur (SEC. 2015:1). İhraçlar ve geri alımlar genellikle 25.000 – 50.000 gibi asgari işlem birimleri ile yapılır. Bu nedenle bireysel yatırımcıların ihraçlarda birincil piyasalardan ETN alması pek mümkün değildir. Bireysel yatırımcılar ikincil piyasalarda asgari işlem biriminden daha az birimlerle işlem yapabilmektedirler.

---

<sup>8</sup> İlk ETN ihracı 2016 yılı haziran ayında Barclays Bank tarafından gerçekleştirilmiştir.

- **Vade Bulunmaktadır:** ETC'lerin aksine ETN'ler vadesi olan yatırım araçlarıdır. ETN'ler 1 günlük vadelerle ihraç edilebildiği gibi 30-40 yıla varan vadelerle de (SEC. 2015:1) ihraç edilebilmektedirler. Uzun vadeli ETN'ler vade sonuna kadar elde tutmak yerine borsada alım satım yaparak ETN üzerinden getiri elde etmek amacıyla portföye dahil edilirler.

- **Teminatsız Yatırım Aracıdır:** ETN'ler takip ettikleri varlıklara sahip olmadıkları ve doğrudan yatırım yapmadıkları için teminatsızdırlar (The Accumulator. 2011:2). ETN'ler teminatsız borçlanma araçları niteliği taşıdıkları için, değerleri ihraççı şirketin kredi notu (ETF Securities. 2016:13) ile doğrudan ilişkilidir. İhraççının kötü bir kredi notuna sahip olması ya da borçlarını ödeyemez hale gelmesi ETN'leri değersiz araçlar haline getirmeye yetecektir. Bu nedenle, ETN'ler genellikle yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip olan bankalar ya da finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedir.

- **Toplam Gider Oranı Tahsil Edilmektedir:** ETN'lerin ihraççısı tarafından yıllık olarak tahsil edilen gider oranları bulunmaktadır. Bu gidere kur riskine karşı koruma ücreti de ilave edilebilmektedir (Accumulator. 2011:2). Vade sonunda yatırımcıya bu gider oranı düşüldükten sonra kalan tutar ödenmektedir. Yıllık olarak tahsil edilen bu giderler genellikle %0,2 ila %1,5 arasında değişmekte olup, ETN'nin yatırım stratejisi karmaşıklaşması (Martucci.2016:2) gider oranını artırmaktadır.

- **Endeks/Dayanak Varlık Çarpanı Bulunur:** ETN'ler dayanak varlığın getirisi yatırımcıya sunmak amacıyla tasarlanmış olmakla birlikte, ETN'lerin değerinin dayanak varlığın değerindeki değişimlerden her zaman bire bir etkilenmesi gerekmez. ETN'lerin değerinin, dayanak varlığın değerinde yaşanan değişimlerden hangi oranlarda etkileneceği ETN'lerin izahnamelerinde yer verilen endeks/dayanak varlık çarpanı ([www.ipathetn.com](http://www.ipathetn.com)) tarafından belirlenir. Çarpan "1" olarak belirlenebildiği gibi 1'den küçük ya da büyük olarak belirlenebilir.

- **ETN'lerde Vadeden Önce Geri Satım Mümkündür:** ETN'ler vadeli menkul kıymetler olmakla birlikte, belirli şartların gerçekleşmesi halinde bazı ETN'ler vade dolmadan ihraççıya geri satılabilmektedir (FINRA. 2012:2). İhraççı vadeden önce geri satım için izahnamede yer verilmesi kaydıyla minimum işlem miktarı (25.000-50.000 birim) belirleyebilir. Vadeden önce geri satım yapılabilmesi için söz konusu asgari işlem biriminde ETN'in geri satışının yapılması talep edilmelidir. Erken geri satımlarda yıllık gider oranına ilaveten geri satım ücreti (redemption charge) de tahsil edilmektedir ([www.ipathetn.com](http://www.ipathetn.com)).

- **ETN'lerde Otomatik Geri Satım Gerçekleştirilebilir:** ETN'lerin dayanak varlığının türüne göre değişmekle birlikte, piyasa koşulları nedeniyle ETN'lerin değerlerinde aşağı ya da yukarı yönlü yüksek oranlarda dalgalanmalar olabilmektedir. ETN'in ne şekilde tasarlandığına göre ihraççının ya da yatırımcının zararını sınırlandırmak amacıyla otomatik fesih seviyesi (automatic termination level) ([www.ipathetn.com](http://www.ipathetn.com)) belirlenebilmektedir. ETN'nin değeri belirlenen seviye düşmesi

ya da çıkması halinden ihraççı tarafından otomatik geri alım yapılmakta ve geri satımın bedeli yatırımcının hesabına aktarılmaktadır.

- **ETN'lerde Gösterge Fiyat ile Piyasa Fiyatı Arasında Farklılık Bulunabilir:** ETN'lerin değeri iki farklı şekilde belirlenir. İlki ETN'nin borsa da oluşan değeridir. Diğeri ise her ETN'nin izahnamesinde yer alan ve ETN'nin değerinin günlük olarak nasıl hesaplanacağını belirlediği ETN'ye özel ve ETN'nin dayanağı olan varlığın ya da endeksin değerini esas alan bir formül ile hesaplanan fiyattır(SEC. 2015:1). Formül doğrultusunda ETN'nin ihraççısı tarafından hesaplanan bu fiyat vade sonunda ETN yatırımcılarına ödenecek tutarın belirlenmesinde de esas alınır. ETN'nin borsa fiyatı ile kendi formülü ile belirlenen fiyatı arasında farklılık olabilir. İhraççının ihraç ettiği ETN miktarı ve ihraççının kredi notu gibi nedenlerle ETN'nin piyasa fiyatı ile gösterge fiyatı arasında fark olabilmektedir.

ETN'lerin borsada oluşan fiyatı ile gösterge fiyatları arasında oluşan farklar arbitraj mekanizması ile giderilmektedir. Yetkilendirilmiş katılımcı ETN'lerin borsa fiyatının gösterge fiyatlarından yüksek olduğu durumlarda birincil piyasalardan edindikleri ETN'leri borsada satarak, borsa fiyatının gösterge fiyattan düşük olduğu durumlarda da borsadan satın aldıkları ETN'leri ihraççıya geri satarak ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)) arbitraj geliri etmektedir. Yetkilendirilmiş katılımcının arbitraj geliri elde etmek için yaptığı bu işlemler ETN'lerin gösterge fiyatları ile borsa fiyatları arasında oluşan farkın kapanmasına yol açmaktadır.

### 3.2. ETN'lerin Avantajları

- **Likit Yatırım Araçlarıdır:** ETN'ler diğer ETP'ler gibi borsada işlem gördükleri için, gün içerisinde alım satım işlemleri kolaylıkla yapılabilmektedir. Gün içinde alınıp satılabilmesi ETN'ler nakde çevrilmesini kolay hale getirmektedir.

- **Yatırımcılar İçin Birçok Varlığı Ulaşılabilir Kılmaktadırlar:** ETN'ler çoğu yatırımcının normal şartlar altında erişemeyeceği ya da likit olmayan varlıklara yatırım yapma imkanı sunarlar (Accumulator. 2011:2). Bu nedenle ETN'ler diğer ETP'ler gibi yatırımcılar için erişilmesi zor varlıklara yatırım yapmayı kolaylaştırmaktadırlar. Yatırımcılar ETN'ler ile normal şartlar altında türev araçların teknik detaylarıyla uğraşmak ve çeşitli aracılık komisyonları ödemek durumunda kalmadan birçok varlığa kolaylıkla yatırım yapabilmektedirler.

- **Portföy Çeşitlendirme İmkani Sunarlar:** ETN'ler profesyonel olmayan yatırımcıların erişmesi zor olan araç ya da varlıklara yatırım yapma imkanı verdiği için portföy çeşitlendirmede ve dolayısıyla portföyün riskinin dağıtılması için kullanılabilen araçlardır. ETN'ler takip ettiği varlıkların sayısının fazla olması nedeniyle yatırımcıya geniş bir varlık sınıfına erişme imkanı sunmaktadırlar.

- **Esnekliğe Sahip Yatırım Araçlarıdır:** ETN'lerin gerek kısa ve uzun pozisyon özelliği taşıyan ([www.nyse.com](http://www.nyse.com)) gerek 1 gün ila 30-40 yıl arasında değişen vadeleri olan çeşitlerinin olması yatırımcılara bu araçlara yatırım yaparken esnek davranabilme imkanı sunmaktadır.

### 3.3. ETN'lerde Dayanak Varlık Türleri

SEC tarafından aşağıda yer alan varlıkların ETN'lerde dayanak varlık olarak kullanılabilmesi belirtilmiştir:

- Pay senedi endeksleri,
- Fiziksel emtialar, emtia futures ve opsiyonları ile diğer emtiaya dayalı türev araçlar, emtia endeksleri,
- Döviz, döviz sepetleri ve dövizde dayalı türev araçlar,
- Yerli ve yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile borçlanma araçları sepetleri.

Görüldüğü üzere ETN'lerde dayanak varlık olarak alınabilecek varlık sınıfı, ETC'lerin aksine yalnızca emtialar ve emtia endeksleri ile sınırlı değildir. Oldukça geniş bir varlık sınıfının dayanak olarak kullanılabilmesi ETN yatırımcılarının daha fazla sayıda varlığın getirisini edinebilmesini mümkün kılmaktadır.

### 3.4. ETN Türleri

Çeşitli ETN türlerine ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır.

**Ters ETN (Inverse ETN):** Yatırımcısına dayanak endeksin ya da varlığın getirisinin tersini sunan (SEC. 2017:1) ETN türüdür.

**Kaldıraçlı ETN (Leveraged ETN):** Yatırımcısına dayanak endeksin ya da varlığın getirisini kaldıraçlı olarak sunan (FINRA. 2012:1) ETN türüdür.

**Kaldıraçlı Ters ETN (Leveraged Inverse ETN):** Yatırımcısına dayanak endeksin ya da varlığın getirisinin tersini kaldıraçlı olarak sunan ETN türüdür.

Almanya Borsası'nın (Deutsche Börse) online işlem platformu olan Xetra üzerinde çeşitli ihraççılar tarafından ihraç edilmiş 132 adet ETN işlem görmektedir.

Tablo 6 - Xetra'da İşlem Gören ETN'lere İlişkin İstatistiksel Bilgiler		
	Piyasa Payı (%)	Yönetilen Varlık Tutarı (Milyon Euro)
ETFS 3x Daily Long DAX 30	27,92	17,85
Coba ETN 3x DAXF Daily Long	20,07	0,40
Boost LevDAX 3x Daily ETP	9,39	8,88
ETFS Long USD Short EUR	7,23	20,55
ETFS 3x Daily Short DAX 30	5,96	13,45
ETFS Short USD Long EUR	4,71	37,54
ETFS 5x Short USD Long EUR	2,50	13,93
ETFS 5x Long USD Short EUR	2,47	12,22
Coba ETN -10x BUNDF Daily Short	1,94	0,69

Coba ETN 4x SX5EF Daily Long	1,84	0,57
Diğer ETN'ler (122 Adet)	15,97	337,50
<b>Toplam</b>	<b>100,00</b>	<b>463,57</b>

Kaynak:[www.xetra.com](http://www.xetra.com)

Xetra piyasasında işlem gören ETN'ler incelendiğinde, kısa ve uzun pozisyon niteliği taşıyan kaldıraçlı ters ETN'lerin yatırımcılar tarafından oldukça fazla talep gördüğü anlaşılmaktadır. Piyasada işlem gören ETN'ler vade bakımından incelendiğinde ise, bir günlük vadeli ETN'lerin yatırımcılar tarafından yoğun bir şekilde ilgi gördüğü görülmektedir. Kısa vadeli ve yüksek kaldıraçlı ETN'lerin yatırımcılar tarafından yoğun olarak tercih edilmesi, ETN piyasalarının genellikle kısa vadede yüksek getiri elde etmek isteyen risk iştahı yüksek yatırımcılar tarafından ilgi gördüğünü göstermektedir.

### 3.5. ETN'lerin Temel Riskleri

**Kredi Riski:** ETN'ler teminatsız borçlanma aracı niteliğinde olduğu için, ihraççının temerrüde düşmesi durumunda ETN yatırımcıları yatırımlarının bir kısmını ya da tamamını kaybetme riskiyle karşı karşıya kalırlar. ETN'lerin teminatsız olması, ihraççının kredi notunda düşüş yaşanması halinde ETN'lerin piyasa değerlerinin düşmesine (Fidelity.2011:2) neden olabilir. Bu durum ETN'lerin ihraççı tarafından hesaplanan gösterge fiyatı ile piyasa fiyatı arasında büyük farklılıklar oluşmasına da neden olur.

**Piyasa Riski:** ETN'lerin değeri, dayanağı olan endeks ya da varlığın değeri ile doğrudan ilişkilidir. Bu nedenle dayanak endeksin ya da varlığın değeri piyasa koşulları nedeniyle değişirse ETN'nin değeri de bu doğrultuda değişir. Dayanak varlığın değerinde büyük düşüşler olması halinde ETN yatırımcıları anaparalarının tamamını bile kaybedebilirler (Morgan Stanley. 2014:2).

**Likidite Riski:** ETN'lerin borsada işlem görmesi ETN'lerin likidite riskini içermesine engel değildir. ETN'ler için gelişmiş bir piyasanın bulunmaması ve piyasada çok fazla işlem yapılmaması ETN'lerin nakde çevrilebilmesini zorlaştırır ([www.schwab.com](http://www.schwab.com)).

**Geri Çağırılma, Erken Geri Alım ve Hızlandırma Riski:** Bazı ETN'ler vadesinden önce geri çağırılabilir ya da vadesi kısaltılabilir ETN'ler (Asba Bank Limited. 2014:15) olarak düzenlenebilirler. Bu tür ETN'lerin başlangıçta belirtilen vadeden önce geri alınması, dayanak varlığın fiyatına bağlı olarak ETN yatırımcısının anapasını bile kaybetmesine(FINRA. 2012:2) yol açabilir.

**Bulundurma Periyodu Riski:** Bazı ters, kaldıraçlı ve kaldıraçlı ters ETN türleri, uzun süreli yatırım aracı olmak yerine, bir gün gibi kısa vadeli ve bileşik getirili yatırım araçları olarak tasarlanmışlardır. Bu tür ETN'leri uzun süre elde tutmak,

bileşik getiri nedeniyle, ETN'nin getiri performansı ile dayanak varlığıninki arasında büyük fark olmasına (Ferri. 2012:1) neden olabilir.

**Çıkar Çatışması:** ETN'nin ihraççısının, dayanak varlığın getirisinin tersini sunan başka bir finansal araca yatırım yapması ETN yatırımcıları ile ihraççısı arasında çıkar çatışması gerçekleşmesine neden olabilir (FINRA. 2012:2).

#### IV. ETC, ETN ve BORÇLANMA ARAÇLARI KARŞILAŞTIRMASI

ETC ve ETN'nin yapısını anlayabilmek için bu iki menkul kıymeti borçlanma araçları ile karşılaştırmak yerinde olacaktır.

<b>Tablo -7 ETC, ETN ve Borçlanma Araçları Karşılaştırması</b>			
	<b>ETC</b>	<b>ETN</b>	<b>Borçlanma Aracı</b>
<b>Temel İşlevi</b>	Dayanak Varlığın Getirisini Edinme	Borçlanma/Dayanak Varlığın Getirisini Edinme	Borçlanma
<b>Vade</b>	Yok	Var	Var
<b>İhraççı</b>	İhraççı Sınırlaması Yok	Bankalar ve Büyük Finans Kurumları	İhraççı Sınırlaması Yok
<b>Anapara Kaybı<sup>9</sup></b>	Kaybedilebilir	Kaybedilebilir.	Kaybedilmez
<b>Getiri</b>	Sabit Getiri Yok (Dayanak Varlığın Negatif/Pozitif Getirisi Var)	Sabit Getiri Yok (Dayanak Varlığın Negatif/Pozitif Getirisi Var)	Sabit Getiri (Faiz)
<b>Borsada İşlem Görme Durumu</b>	İşlem Görüyor.	İşlem Görüyor.	İşlem Görüyor.
<b>Açık Uçlu/Kapalı Uçlu</b>	Açık Uçlu	Açık Uçlu	Kapalı Uçlu

**Kaynak:** ETF Securities. 2016:9-13.

İşlevsel açıdan ETC'lerde temel amaç yatırımcıya dayanak emtiaya ya da emtia endeksine yatırım yapma imkanı sağlamaktır. Yatırımcılar açısından ETN'lerde de dayanak varlığa yatırım yapma işlevi bulunmakla birlikte, ihraççılar açısından ETN'lerin temel işlevi borç almaktır. Borçlanma araçlarının ise dayanak varlığa yatırım yapma imkanı sağlamak gibi bir işlevi bulunmamaktadır.

ETC'lerde vade bulunmamakta olup, yatırımcı ETC'yi elinde tutarak dayanak varlığa yatırım yapmayı sürdürebilir. ETN'lerde ise vade bulunduğu için yatırımcının dayanak varlığa yatırımı, ihraççının ETN'yi vade sonunda geri almasıyla son bulmaktadır. Borçlanma araçlarında ise, verilen borç nedeniyle belirli bir süre yoksun kalınan paranın karşılığı olarak ihraççıdan faiz alındığı için vadenin bulunması esastır.

İhraççı olabilecek kurumlar açısından ETC'lerde ve borçlanma araçlarında genel bir sınırlama bulunmamaktadır. ETN'ler hem dayanak varlığa doğrudan sahip olmadıkları hem de sabit getiri vaat etmedikleri için yalnızca yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip olan (Invsetopedia) bankalar ve büyük finans kuruluşları tarafından ihraç edilebilmektedir.

İhraççı yükümlüğünü yerine getirdiği sürece borçlanma araçlarında vade sonunda anapara faizi ile birlikte yatırımcıya geri verilmektedir. ETN ve ETC'de ise

<sup>9</sup> İhraççının ya da karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmediği durumlarda tüm yatırımlarda anapara kaybı yaşanabilmektedir. Tablo 7'de "anapara kaybı" ile kastedilen ihraççının yükümlülüklerinin tamamını yerine getirdiği durumlarda piyasa koşulları (ETC ve ETN'lerde dayanak varlığın değerinin düşmesi) nedeniyle oluşabilecek anapara kayıplarıdır.

sabit getiri olmadığı gibi, dayanak varlığın değer kaybetmesi halinde yatırımcının anaparası da değer kaybetmektedir. Bu nedenle yatırımcı başlangıçta ödediği anaparanın tamamını geri alamayabilir.

Borçlanma araçlarında yatırımcılar genellikle vade sonunda, ihraç aşamasında belirlenmiş bir sabit getiri yani faiz alırlar. ETC ve ETN’de ise başlangıçta belirlenmiş bir getiri yoktur. ETC’de yatırımcı ETC’yi ihraççıya geri sattığında, ETN’de ise vade sonunda dayanak varlığın negatif ya da pozitif getirisini edinir. Yatırımcı bu iki tür araca yaptığı yatırımdan zarar edebilmektedir.

ETC, ETN ve borçlanma araçlarının üçü de borsa üzerinde işlem görmektedir. Yatırımcılar bu araçlara borsa üzerinden kolaylıkla erişebilmektedir.

ETC ve ETN açık uçlu yatırım araçlarıdır. Yetkilendirilmiş katılımcılar tarafından herhangi bir oluşturma sınırı olmaksızın birincil piyasalarda ETC ve ETN oluşturulabilmekte ve mevcut ETC ve ETN’ler de ihraççılara geri satılabilmektedir. Borçlanma araçlarında ise, ihraç edilen tutar sınırlıdır. Borçlanma aracı miktarının artırılması için yeniden borçlanma aracı ihracı yapılması gerekmektedir.



## V. ETC VE ETN'LERİN TÜRKİYE'DE İHRAÇ EDİLEBİLİRLİĞİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

### 5.1. ETC'lerin Türkiye'de İhraç Edilebilirliği

ETC ihracında en önemli nokta, ihraç edilecek ETC'nin dayanağının oluşturulması aşamasıdır. Yukarıda bahsedildiği üzere, ETC'lerde dayanak varlık, dayanak varlığın fiziksel olarak satın alınıp saklayıcı nezdinde saklanmasıyla fiziksel olarak ya da türev araçlar vasıtasıyla sentetik olarak oluşturulabilmektedir.

Dünya genelinde olduğu gibi ülkemizde de fiziksel dayanak varlık olarak saklaması kolay bir şekilde yapılabilecek emtialar, altın başta olmak üzere kıymetli metallerdir. Değerli metaller dışındaki başkaca emtiaların ETC ihraçlarında fiziksel dayanak varlık olarak kullanılabilmesi için ise bu emtiaların saklamasının yapılabilmesine olanak sağlayacak gelişmiş bir saklama/depolama alt yapısının, örneğin tarımsal emtialar için lisanslı depoculuk alt yapısının, bulunması gereklidir. Bu kapsamda, Türkiye'de özellikle tarımsal emtialara yönelik olarak lisanslı depoculuk alt yapısının geliştirilmesine ve lisanslı depo işletmelerince depolanan ürünleri temsilen çıkarılacak ürün senetlerinin işlem göreceği ürün ihtisas borsasının faaliyete geçirilmesine yönelik çalışmalar<sup>10</sup> devam etmekte olup, değerli metaller dışındaki bu tür emtialara dayalı ETC ihraçlarının Türkiye'de gerçekleştirilebilmesi söz konusu çalışmaların tamamlanmasıyla mümkün olabilecektir.

Muhakkak ki değerli metaller dışındaki emtialar yurt dışı piyasalardan satın alınarak yine yurt dışında saklamasının yapılması suretiyle Türkiye'de bu emtialara dayalı ETC ihracı gerçekleştirilebilir. Ancak bu şekilde dayanak varlık oluşturulması, Türkiye'de ihraç edilecek ETC'lerin yatırımcılarını piyasa riskinin yanında kur artışı riskiyle karşı karşıya bırakacaktır. Ayrıca döviz kurunda yaşanacak olası bir artış yurt dışında saklanan dayanak varlıkların saklama maliyetini de olumsuz yönde etkileyip ETC yönetim ücretlerinin yüksek olmasına da neden olabilecektir. Yüksek yönetim ücreti tahsil edilmesi ise yatırımcıları ETC'lere yatırım yapmaktan uzaklaştırabilir.

Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı, fiziksel dayanak varlıklı ETC sınıfında Türkiye'de ihraç edilebilecek ETC türünün, dayanak varlığı değerli metaller olan ETC'ler olacağı söylenebilir. Türkiye'de altının sıklıkla tercih edilen bir yatırım aracı olduğu göz önünde bulundurulursa, Türkiye'de altına dayalı olarak ihraç edilecek ETC'lerin yatırımcılar tarafından daha çok tercih edileceği söylenebilir.

Altına dayalı ETC'lerde (ETC'ler üzerinden yıllık olarak tahsil edilecek ücretlerin üst sınırı olan) toplam gider oranının makul bir düzeyde belirlenmesi bu araçların Türkiye'de ihraçlarının başarılı olmasına katkı sağlayabilir. Altına dayalı ETC'lerde toplam gider oranı, yatırımcılar açısından yatırımlarını hırsızlık veya dolandırıcılık gibi risklere karşı korumaya yönelik bir sigorta primi gibi değerlendirilebilecek bir düzeyde belirlenirse, yatırımcılar "yastık altı" olarak tabir

<sup>10</sup> Lisanslı depoculuk faaliyetine ve ürün ihtisas borsasına ilişkin çeşitli mevzuatlar oluşturulmuş ve Bakanlar Kurulu tarafından 27.02.2017 tarihinde merkezi Ankara olmak üzere 100.000.000 TL sermayeli Türkiye Ürün İhtisas Borsası A.Ş.'nin kurulmasına karar verilmiştir.

edilen fiziki altın olarak yatırım yapmak yerine, altına dayalı ETC almak suretiyle altın yatırımların gerçekleştirilmeye yönelebilirler.

Sentetik dayanak varlıklı ETC’lerde ise dayanak varlık türev araç sözleşmeleri vasıtasıyla oluşturulmaktadır. Bu tür ETC’lerde dayanak varlık oluşturmak amacıyla kurumsal pazar yerleri olan borsalarda alınıp satılabilen futures sözleşmeleri sıklıkla kullanılmaktadır. Futures sözleşmeleri aracılığıyla ETC’lerde dayanak varlık oluşturulması, hem dayanak varlığın fiziksel olarak saklanması gerekmediği için dayanak varlığa ilişkin saklama maliyetlerini ortadan kaldırmakta hem de dayanak varlık olarak kullanılacak emtia çeşidini artırmaktadır. Dayanak varlık çeşitliliğinin artması da ETC’lerin daha geniş bir yatırımcı kitlesine hitap etmesine imkan sağlamaktadır.

BIST’te aşağıdaki tabloda yer alan futures sözleşmeleri işlem görmektedir.

<b>Tablo 8 – BIST’te İşlem Gören Futures Sözleşmeleri</b>				
<b>Yabancı Para Birimleri</b>	<b>Değerli Metaller</b>	<b>Tarım Ürünleri</b>	<b>Enerji</b>	<b>Metaller</b>
Amerikan Doları/TL Futures, Avro/TL Futures, Avro/Amerikan Doları Futures	TL Gram Altın Futures, Amerikan Doları Ons Altın Futures	Anadolu Kırmızı Buğday Futures, Durum Buğdayı Futures, Ege Pamuğu Futures	Elektrik Futures	Hurda Çelik Futures

**Kaynak:** www.borsaistanbul.com

Tablo incelendiğinde, BIST’te işlem gören futures sözleşmesi türünün sınırlı olduğu görülmektedir. Futures sözleşmesi türünün sınırlı olması yatırımcıların Türkiye’de ihraç edilecek ETC’ler aracılığıyla yatırım yapabileceği emtia sayısını sınırlamakla birlikte, Türkiye’de sentetik dayanaklı ETC ihracı başlangıcı için yeterli olacaktır. Sentetik dayanaklı ETC ihraçlarının ve ETC ihraç ederek ETC’ler üzerinden yönetim ücreti geliri elde etmek isteyen finans kurumlarının sayısı arttıkça, BIST’te işlem gören futures sözleşmelerinin çeşitliliğinin çoğalmasına yönelik talebin de artması muhtemeldir. Böylece sentetik dayanaklı ETC piyasasının büyümesi, Türkiye’de futures sözleşmelerinin çeşitliliğinin artmasına, futures sözleşmelerinin çeşitliliğinin artması da sentetik ETC ihraçlarında dayanak olarak kullanılacak emtia çeşitliliğinin artmasına yol açacaktır.

Gerek fiziksel dayanak varlıklı gerekse sentetik dayanak varlıklı ETC ihraçlarının başarılı olmasında oldukça etkili olacak bir diğer husus da vergidir. ETC piyasasında vergilendirmenin olası etkilerini altına dayalı ETC’ler üzerinden açıklamak yerinde olacaktır. Yatırım amacıyla fiziksel olarak satın alınan altının değer artışı yaşanması halinde bozdurulması ile elde edilen kazançlar vergilendirilmemektedir. Altına dayalı ETC’lerin satım kazançlarının

vergilendirilmesi ise yatırımcıları ETC almak yerine, fiziksel altın almaya yönlendirecektir. Altına dayalı ETC'lerin satımından elde edilen kazançların vergilendirilmeyip, dayanak varlığı altın dışındaki emtialar olan ETC'lerin satımından elde edilen kazançların vergilendirilmesi ise, yatırımcıları yalnızca altına dayalı ETC'lere yatırım yapmaya yönlendirecektir. Bu durum da ETC piyasasında altına dayalı ETC'lerin ağırlığının fazla olmasına ve diğer emtia türlerine dayalı ETC ihraçların yapılmamasına neden olacaktır. Bu nedenlerden dolayı, Türkiye'de farklı dayanak varlığı olan ETC ihraçların yapılabilmesi ve ETC piyasasının gelişebilmesi için ETC satım kazançlarının vergilendirilmemesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

## **5.2. ETN'lerin Türkiye'de İhraç Edilebilirliği**

ETN'lerin dayanak varlıklar aracılığıyla teminatlandırılmaması yatırımcıların güvenliği için bir olumsuzluk olarak görülebilecek olsa da bu durum ihraççıları fiziksel dayanak varlık alma ve bunların saklanması ya da fiziksel dayanak varlık almak yerine futures sözleşmeleri almaya yönelik külfetten kurtarmaktadır. Ayrıca ETN'lerin dayanak varlıklarının emtialar ile sınırlı olmaması ve dayanak varlıkla teminatlandırma yükümlülüğünün bulunmaması, ETN'ler aracılığıyla yatırım yapılabilecek varlık türünü ve sayısını artırmaktadır. Böylece yatırımcılar ETN'ler aracılığıyla normal koşullar altında ulaşılması zor ve maliyetli olan pek çok varlığa kolaylıkla yatırım yapabilmektedirler. ETN'lerin ETC'lerde bulunmayan bu tür kolaylık ve avantajlara sahip olması ETN'leri Türkiye'de ihraç edilmesi kolay yatırım araçları haline getirmektedir.

ETN'lerde dayanak varlık türünde sınırlandırma olmaması ETN'leri farklı varlıklara yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için; kısa pozisyon niteliğinde, %1000'e varan kaldıraçlı ve bir gün gibi kısa vadeli ETN türlerinin kullanılabilmesi ise kısa vadede yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılar için cazip yatırım araçları haline getirmektedir. Bu özellikler göz önünde bulundurulduğunda, ETN'lerin Türkiye'de geniş bir yatırımcı kitlesi olan forex gibi kaldıraçlı işlem yapabilme imkânı sunan araçlarının yatırımcıları tarafından tercih edilebileceği söylenebilir.

ETN'ler teminatsız yatırım araçları olduğu için yurt dışında yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip olan ve dolayısıyla yatırımcıların güven duyduğu bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedir. Türkiye'de özellikle bankaların finans sektöründeki ağırlığının fazla olduğu göz önünde bulundurulursa, Türkiye'de ETN'lerin ihracında bankaların aktif rol oynayacağı düşünülebilir.

## **VI. ETC VE ETN'LERİN YATIRIM FONLARI PORTFÖYÜNE DÂHİL EDİLEBİLİRLİĞİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME**

Tebliğ'in 6. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinin üç no.lu alt bendinde kıymetli madenler şemsiye fonu "*Fon toplam değerinin en az %80'i devamlı olarak borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar*" olarak tanımlanmaktadır.

Altın ve diğer kıymetli madenlerin "emtia" sınıfının içinde yer aldığı göz önünde bulundurularak Tebliğ'de yer alan "kıymetli madenler şemsiye fonu" tanımı "*Fon toplam değerinin en az %80'i devamlı olarak borsada işlem gören emtialar ile emtialara dayalı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılan fonları kapsayan şemsiye fonlar*" olarak değişiklik yapılmak suretiyle "emtia şemsiye fonu" olarak değiştirilebilir. Tebliğ'de yapılabilecek bu tür bir değişiklik ile söz konusu şemsiye fon altında kurulabilecek fon türü artmış olacaktır. Söz konusu şemsiye fon altında kıymetli maden fonları kurulabileceği gibi diğer emtialara ilişkin fonlar da kurulabilecektir.

Dayanak varlığı emtia ya da emtia endeksleri olan ETC ve ETN'ler dayanak varlıklarının türü göz önünde bulundurularak "emtia şemsiye fonu" altında kurulacak fonların portföyüne dâhil edilebilecek ve fon türüne ilişkin kontrol amacıyla fon toplam değeri üzerinden yapılan hesaplamada dikkate alınabilecektir. Ancak yabancı para birimlerine dayalı ETC'ler ile dayanak varlığı emtia olmayan ETN'ler "emtia"ya dayalı para ve sermaye piyasası kapsamına girmediği için "emtia şemsiye fonu" altında kurulacak fonların türünün kontrolüne ilişkin fon toplam değeri üzerinden yapılacak hesaplamada dikkate alınamayacaktır. Bu tür ETC ve ETN'lerin ise herhangi bir sınırlandırmaya tabi olmadan değişken yatırım fonları portföylerine ya da fon türlerine ilişkin sınırlamaların ihlal edilmesine yol açmamak amacıyla fon toplam değerlerinin %20'sine kadar tüm türdeki yatırım fonlarının portföylerine dahil edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Kaldıraçlı ETC ve ETN'lerin ise Rehber'de yer alan kaldıraç yaratan işlemlere ilişkin esaslar kapsamında yatırım fonları portföylerine dâhil edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

## VII. SONUÇ

Sermaye piyasaların gelişiminde araç çeşitliliğın fazla olması oldukça önemlidir. Yatırımcıların tercihleri doğrultusunda yatırım yapabilecekleri sermaye piyasası aracı türünün fazla olması, daha fazla kaynağın sermaye piyasalarına aktarılmasına yol açacaktır. Sermaye piyasalarına daha fazla kaynak aktarılması da Türkiye gibi finansman açığı bulunan ülkeler için oldukça önemlidir. Bu açıdan bakıldığında ETC ve ETN gibi yatırım araçlarının ihraçlarının Türkiye sermaye piyasalarında araç çeşitliliğının artmasına ve daha fazla kaynağın sermaye piyasalarına aktarılmasına katkı sağlayabileceğı söylenebilir.

Yapılacak ETC ihraçları ile yatırımcılar dünya üzerindeki çeşitli piyasalarda işlem gören birçok emtiaya yatırım yapabilecektir. ETN ihraçları ile de yatırımcılar emtialarla sınırlı kalmadan oldukça geniş bir varlık sınıfına yatırım yapma imkânına kavuşacaktır.

ETC'lerin dayanak varlıklarına fiziksel olarak sahip olmaları ya da bunun yerine türev araçlar vasıtasıyla teminatlandırılmaları da ETC'leri yatırımcılar için oldukça güvenli yatırım araçları haline getirmektedir. ETN'lerin dayanak varlıklarına sahip olmamaları ya da türev araçlar ile teminatlandırılmamaları ise, bu araçları ETC'lere göre daha güvensiz yatırım araçları haline getirebilecek olmakla birlikte, ETN'lerin kredi notu dolayısıyla güvenilirliğı yüksek bankalar ya da finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmeleri yatırımcıların ETN'lerden kaynaklı güven sorunu yaşamalarına engel olacaktır.

Türkiye'de yapılabilecek ETC ve ETN ihraçlarının başarılı olmasında, ETC ve ETN'ler üzerinden yıllık olarak tahsil edilecek giderlerin üst sınırı olan toplam gider oranının makul bir düzeyde belirlenmesinin oldukça etkili olacağı söylenebilir. Toplam gider oranının yüksek olarak belirlenmesi ETC ve ETN ihraç etmek isteyen kuruluşlar için teşvik niteliğinde olmakla birlikte, yatırımcıları bu araçları almaktan caydırabilecektir. Bu nedenle, toplam gider oranlarının özellikle yatırımcılar açısından makul bir seviyede belirlenmesi ETC ve ETN'lerin talep görmesinde oldukça etkili olacaktır.

Birçok varlık sınıfına yatırım yapma kolaylığı sunan ETC ve ETN'lerin yatırım fonları portföylerine dâhil edilmesi ise, yatırım fonlarına portföylerine dâhil edilecek araç çeşitliliğın artıracaktır. Araç çeşitliliğının artması da fon portföylerinin riskinin dağıtılmasında etkili olacağı gibi, yatırım fonları için yeni getiri fırsatları da sunacağı söylenebilir.

## **KAYNAKÇA**

- Asba Bank Limited.

2014, NewWave Exchange Traded Notes.

- Blackrock.

2017, BlackRock Global ETP Landscape.

- Borsa Italiana.

2009, A New Way of Investing Commodities: Exchange Traded Commodities.

- BNP Paribas.

T.Y., ETCs-Simple Investment in Commodities.

- Bush, Mariana F. ve Başk.

2016, Exchange Tradede Products:Creation/Redemption Mechanism of ETPs.

- Deutsche Bank.

2011, A 10 Step Guide to db-X Exchange Traded Commodities.

- ETF Securities.

2016, The Educational Guide To Exchange Traded Products.

- Ferri, Richar A.

2008, The ETF Book.

- Ferri, Rick.

2012, Investors Warned about ETN Risks.

- FINRA.

2012, Exchange Traded Notes – Avoid Unpleasant Surprises.

- Fidelity.

2011, Exchange Traded Notes.

- London Stock Exchange.

2014, Exchange Traded Commodities.

- London Stock Exchange.

2014, ETPs for Private Investors.

- Martucci, Brian.

2016, What Is an Exchange-Traded Note (ETN) – How They Differ From ETFs.

- Morgan Stanley.

2014. ETNs vs. ETFs: Understanding the Difference.

- SEC.

2015, Investor Bulletin: Exchange Traded Notes (ETNs).

- The Accumulator.

2011, Exchange Traded Notes and Certificates: The Scarcy Face of Index Trackers.

- Warwick, Lucy.

2010, Beginners' Guide: Exchange Traded Notes.

#### **Yararlanılan İnternet Kaynakları**

[www.bafin.de](http://www.bafin.de)

[www.xetra-gold.com](http://www.xetra-gold.com)

[www.xetra.com](http://www.xetra.com)

[www.invest.bullionrock.com](http://www.invest.bullionrock.com)

[www.ipathetn.com](http://www.ipathetn.com)

[www.deutscheam.com](http://www.deutscheam.com)

[www.deutsche-boerse-cash-market.com](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com)

[www.redmayne.co.uk](http://www.redmayne.co.uk)

[www.nyse.com](http://www.nyse.com)

[www.schwab.com](http://www.schwab.com)

[www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)